

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
AVALIKU ÕIGUSE OSAKOND

Kevin Gerretz

**INVESTORKAITSE TAGAMINE KAPITALI KAASAMISEL *UTILITY TOKEN*'ITE
AVALIKUL PAKKUMISEL**

Magistritöö

Juhendaja: LL.M. Gerd Laub

Tallinn 2019

SISUKORD

SISSEJUHATUS	4
1. UTILITY TOKEN’TE AVALIKULE PAKKUMISELE KOHALDUVA REGULATSIIONI VAJADUS JA EESMÄRGID	8
1.1. <i>Utility token</i> ’ite avaliku pakkumise kontseptsioon	8
1.1.1. <i>Utility token</i> ’ite avalik pakkumine kui ICO.....	8
1.1.2. <i>Utility token</i> ’ite avalikul pakkumise teel kapitali kaasamise protsess	12
1.2. Regulatiivsed kaalutlused kapitali kaasamisel <i>utility token</i> ’ite avalikul pakkumisel.....	19
1.2.1. <i>Utility token</i> ’ite avalikul pakkumisel kohalduv regulatsioon kui investorkaitse tagaja.....	19
1.2.2. <i>Utility token</i> ’ite avaliku pakkumisel kohalduv regulatsioon kui kapitali kaasamise piirang.....	24
2. UTILITY TOKEN’I SISULINE MÄÄRATLUS VÄÄRTPABERITURGUDE REGULATSIIONI KONTEKSTIS	27
2.1. Väärtpaberi määratlus väärtpaberiturgude regulatsioonis	27
2.1.1. Väärtpaberi määratlus Euroopa Liidu prospektimääruses.....	27
2.1.2. Väärtpaberi määratlus Howey testi põhjal Ameerika Ühendriikides.....	32
2.2. <i>Utility token</i> kui väärtpaber väärtpaberiturgude regulatsiooni kontekstis.....	35
2.2.1. <i>Utility token</i> ’i sisuline määratlus Euroopa Liidu väärtpaberiturgude regulatsiooni kontekstis.....	35
2.2.2. <i>Utility token</i> ’i sisuline määratlus Howey testi põhjal Ameerika Ühendriikides....	40
3. AVALIKUSTAMISKOHUSTUS KUI SOBIVAIM INVESTORKAITSE TAGAMISE VAHEND KAPITALI KAASAMISEL UTILITY TOKEN’ITE AVALIKUL PAKKUMISEL	45
3.1. Alternatiivsed käsitlused investorkaitse tagamisel <i>utility token</i> ’ite avalikul pakkumisel.....	45
3.1.1. <i>Utility token</i> ’ite avaliku pakkumise keelustamine kui investorkaitse tagamise vahend.....	45
3.1.2. <i>Utility token</i> ’ite avalikule pakkumisele olemasoleva regulatsiooni kohaldamine kui investorkaitse tagamise vahend	46
3.1.3. <i>Utility token</i> ’ite avalikule pakkumisele kohalduv eriregulatsioon kui investorkaitse tagamise vahend.....	51
3.2. Avalikustamiskohustus <i>utility token</i> ’ite avalikule pakkumisele kohalduvas eriregulatsioonis.....	53
3.2.1. Avalikustamiskohustus Prantsusmaa eriregulatsioonis.....	53

3.2.2. Avalikustamiskohustus Lichtensteini eriregulatsioonis	56
KOKKUVÕTE	64
<i>RAISING CAPITAL BY WAY OF PUBLIC OFFERING OF UTILITY TOKENS: GUARANTEEING INVESTOR PROTECTION (Abstract)</i>	68
KASUTATUD ALLIKAD	73
Kasutatud kirjandus.....	73
Kasutatud õigusaktid.....	74
Kasutatud kohtupraktika	74
Muud allikad.....	75

SISSEJUHATUS

Kapitaliturud on potentsiaalselt taas läbi tegemas revolutsiooni. Alates 1990ndate lõpus aset leidnud dot-com mullist, mil paljud ettevõtted üritasid ratsutada interneti edulainel ning kerge vaevaga kapitali kaasata, ei ole kapitaliturud näinud sellist kasvu erinevate kapitali kaasamise võimaluste osas, millele annab teiselt poolt ainult hoogu juurde üha laienev avalikkuse huvi finantstoodete vastu. Kõik algas ühisrahastusest. Igat liiki ettevõtted avastasid interneti potentsiaali jõudmaks otse investoriteni ning oma toodete või teenuste lõpptarbijateni. Selle tulemusel kujunes uus turg ideede finantseerimiseks. Ühisrahastuse algusaegu iseloomustas õitseng, kuniks turg takerdus puuduva regulatsiooni taha.¹ Ameerika Ühendriikides lahendati probleemi ühisrahastuse regulatsiooniga (*Regulation Crowdfunding*)² ning näib, et ka Euroopas on võetud suund ühisrahastuse reguleerimise poole. 2018. aasta märtsis esitles Euroopa Komisjoni oma ettepanekut ühisrahastuse reguleerimiseks.³

Järgmine hullus turul seondub krüptovarade ja nende esmaste avalike pakkumistega kapitali kaasamiseks, mida tuntakse ka ICO (inglise keeles *Initial Coin Offering*) nime all. ICO raames kapitali kaasates emiteerib raha kaasav ettevõtte plokiahelasse kirjendatud vääringuid, mis väljendavat teatud õigust selle omajale, mida tuntakse ka inglise keeles *token*'itena. ICO-d jõudsid kapitali kaasamise viisina laiemale areenile 2016. aasta lõpus⁴, ning juba 2017. aastal kaasati ICO-de tulemusel veidi üle 10 miljardi US dollari, ning 2018. aastal 11,4 miljardit US dollarit.⁵ Nii ühisrahastuse kui ka ICO-de puhul ei ole olnud puudust investorite nõudlusest uue varaklassi järele kapitaliturgudel osalemiseks. Sarnaselt ei ole seni olnud puudust ka ettevõtetest, kes tahaksid avalikkusele neid varasid pakkuda. Millest on aga puudus, on regulatsioon ja selge õiguslik raamistik.

Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (ESMA) on oma 2019. aasta alguses avaldatud juhises tõdenud, et osad *token*'id võivad langeda juba praegu Euroopa Liidu finantsregulatsiooni

¹ T. Henderson, M. Raskin. A Regulatory Classification of Digital Assets: Towards an Operational *Howey* Test for Cryptocurrencies, ICOs, and Other Digital Assets. University of Chicago. Public Law Working Paper No. 683. 10.10.2018. Lk 2. Arvutivõrgus: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3265295 (30.04.2019).

² Vt täpsemalt U.S. Securities and Exchange Commission. Regulation Crowdfunding. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding> (30.04.2019).

³ European Commission. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business. COM(2018) 113 final. Brüssel. 08.03.2018.

⁴ Smith + Crown. ICOs and crowdsales: Over \$270 million raised and counting. 01.12.2016. Arvutivõrgus: <https://www.smithandcrown.com/icos-crowdsale-history/> (30.04.2019).

⁵ D. Pozzi. ICO Market 2018 vs 2017: Trends, Capitalization, Localization, Industries, Success Rate. Cointelegraph. 05.01.2019. Arvutivõrgus: <https://cointelegraph.com/news/ico-market-2018-vs-2017-trends-capitalization-localization-industries-success-rate> (30.04.2019).

kohaldamisalasse, mil osad ei pruugi, ning seadusandjad peaksid kaaluma, kas esineb vajadus nende toomiseks olemasoleva finantsregulatsiooni alla, arvestades selliste *token*'itega kaasnevaid ohtusid seadusandja eesmärkide saavutamisele investorkaitse, finantsstabiilsuse ja turu usaldusväärsuse tagamisel.⁶ *Token*'id, mille puhul on kaheldav nende sattumine klassikalise finantsturgude regulatsiooni kohaldamisalasse on eelkõige *token*'id, mis väljendavad ainult kasutusotstarvet selles plokiahela tehnoloogial toimivas süsteemis, mille jaoks nad loodud on. Selliseid vääringuid nimetatakse inglise keeles *utility token*'iteks, ning nendel keskendub ka käesolev magistritöö.

Majanduslikus mõttes on *utility token*'ite avalik pakkumine või teisisõnu ICO väga sarnane kapitali kaasamisele traditsioonilistelt kapitaliturgudelt kas aktsiate või võlakirjade emiteerimise teel. On üldteada asjaolu, et kapitaliturgudel investeerimisega kaasneb investorite jaoks alati risk. Siinkohal on ka ESMA väljendanud muret selle osas, millised riskid võivad krüptovaradega, sh *utility token*'itega, investoritele kaasneda.⁷ Traditsioonilise väärtpaberiturgude õiguse üheks olulisimaks eesmärgiks on peetud investorite kaitset, mille tagamise sobivaimaks vahendiks peetakse avalikustamiskohustust. Samas *utility token*'ite osas puudub konkreetne regulatsioon, mis peaks silmas investorkaitse tagamise eesmärki. See on probleem, arvestades *utility token*'eid soetanud isikuid ohustavaid riske, nt oma investeeringu kaotamine. Muuhulgas on ESMA arvamusel, et Euroopa Liidu seadusandjad peaksid kaaluma võimalikke alternatiive nende riskide proportsionaalseks adresseerimiseks.

Eeltoodust tulenevalt on käesoleva magistritöös eesmärgiks leida vastus küsimustele, kas *utility token*'ite avalike pakkumiste reguleerimise puhul võiks olla põhjendatud lähtuda samadest eesmärkidest, mis on seatud väärtpaberiturgude regulatsioonile, ning kas väärtpaberiturgude regulatsiooni pakutavad investorkaitse tagamise vahendid, eeskätt avalikustamiskohustuse näol, võiksid olla asjakohased ka *utility token*'ite avalike pakkumiste reguleerimisel.

Lähtuvalt magistritöö eesmärgist on autor püstitanud kolm konkreetset uurimisküsimust, millele magistritöös püütakse vastust leida: 1) kas ja milles seisneb investorite kaitse tagamise vajadus kapitali kaasamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel; 2) millises ulatuses on väärtpaberiturgude regulatsiooni eesmärgid ja nende eesmärkide saavutamisele orienteeritud vahendid kohased kapitali kaasamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel; ning 3) kas

⁶ European Securities and Markets Authority. Advice. Initial Coin Offering and Crypto-Assets. 09.01.2019. Lk 13, lg 44. Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf (27.04.2019).

⁷ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 4, lg 4.

avalikustamiskohustus võiks olla sobiv investorkaitse tagamise vahend kapitali kaasamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel ning kui jah, siis milline võiks olla avalikustamiskohustuse põhjendatud ulatus ja sisu. Selguse huvides olgu välja toodud, et avalikustamiskohustuse all on käesolevas magistritöös mõeldud emitentide informatsiooni avalikustamise kohustust kõige laiemas tähenduses ehk emitendi mis tahes seadusjärgset kohustust avalikustada mis tahes iseloomuga info mis tahes vormis. Täiendavalt märgib autor ära, et käesolev töö ei seendu konkreetselt ühegi jurisdiktsiooni õigusega, ning magistritöös tõusetuvaid teemasid on käsitletud laiemalt, tulenevalt *utility token*'ite globaalsest ja piirülesest loomust.

Eeltoodud uurimisküsimustest tulenevalt jaguneb käesolev magistritöö kolmeks peatükiks. Esimeses peatükis käsitleb autor *utility token*'ite avaliku pakkumise määratlust ICO-na ning kapitali kaasamise protsessi ja sellest tulenevaid riske investoritele. Esimese peatüki eesmärgiks on eelkõige leida vastus esimesele uurimisküsimusele, ehk kas ja milles seisneb investorite kaitse tagamise vajadus kapitali kaasamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel. Samuti on nimetatud peatüki eesmärgiks käsitleda väärtpaberiturgude regulatsiooni eesmärke laiemalt, võimaldamaks hinnata väärtpaberiturgude regulatsiooni eesmärkide sobivust *utility token*'ite reguleerimisel investorkaitse tagamiseks.

Magistritöö teises peatükis leiab käsitlust *utility token*'ite sisuline määratlus nii Euroopa Liidu väärtpaberiturgude regulatsiooni kui ka Ameerika Ühendriikide regulatsiooni kontekstis, võimaldamaks leida vastus teisele uurimisküsimusele. Selleks on esmalt analüüsitud traditsiooniliste väärtpaberite käsitlust nii Euroopa Liidus kui ka Ameerika Ühendriikides, ning seejärel hinnatud *utility token*'eid eelnimetatud käsitluse kontekstis sisuliselt.

Magistritöö kolmandas peatüki eesmärk on leida vastus küsimusele, kas avalikustamiskohustus võiks olla sobiv investorkaitse tagamise vahend kapitali kaasamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel ning kui jah, siis milline võiks olla avalikustamiskohustuse põhjendatud ulatus ja sisu. Selleks käsitletakse kolmandas peatükis esiteks eri riikide alternatiivseid lähenemisi *utility token*'ite avalike pakkumiste reguleerimisel ning nende sobivust investorkaitse tagamisel, ning seejärel leiavad põhjalikumalt käsitlust kaks *utility token*'ite avalikule pakkumisele kehtestatud eriregulatsiooni – Prantsusmaa ja Lichtensteini regulatsioonid – kusjuures rõhuasetus on avalikustamiskohustusel.

Autori poolt kirjutatud teemal ei ole varasemalt magistritöid kirjutatud ning akadeemiline diskussioon on alles arenemas. Autorile teadaolevalt on ainsad käesolevale magistritööle

sarnasel teemal kirjutatud magistritööd kirjutanud K. Kolk⁸ ning K. Saluste⁹. K. Kolk kirjutas oma magistritöö küll hoopis ühisrahastuse teemal, kuid sarnasest lähtepunktist ning sarnase lähenemisega, tegeledes investorkaitse ulatuse määratlemisega kapitali kaasamisel investeerimispõhise ühisrahastuse tehingutes. K. Saluste seevastu kirjutas oma magistritöö laiemalt ning käsitles kõikide *token*'ite kvalifitseerimist Eesti õiguse alusel ning kehtiva õiguse sobivust ICO-de reguleerimisel. Kusjuures K. Saluste jõudis oma magistritöös järeldusele, et traditsiooniliste investeerimisviiside ning väärtpaberitega kauplemise regulatsioonid ei sobi oma olemuselt ICO-de korraldamise reguleerimiseks, kuid seda eelkõige põhjusel, et *token*'id ei täida eriseadustes sätestatud formaalseid eeldusi. Käesolevas magistritöös lähtub autor eelkõige *utility token*'ite sisulisest määratlusest.

Uurimisküsimusele vastuse leidmisel kasutatakse allikatena peamiselt ingliskeelsed artikleid, vähesel määral ka Ameerika Ühendriikide kohtupraktikat, Euroopa Liidu prospektimäärust¹⁰ ning muid toetavaid allikaid. *Utility token*'ite uudsusest ning regulatsiooni puudumisest tingituna võib pidada olemasolev teemakohase õiguskirjanduse mahtu pigem tagasihoidlikuks.

Käesolevas magistritöös kasutatakse püstitatud uurimisküsimusele vastuse leidmiseks võrdlev-analüütilist meetodit. See tähendab, et traditsioonilise väärtpaberiturgude regulatsiooni eesmärkide ja nende saavutamisele suunatud vahendite sobivust kapitali kaasamisel *utility token*'ite avaliku pakkumise teel on hinnatud eelkõige lähtuvalt *utility token*'ite sisulise määratluse käsitlusest traditsioonilistele väärtpaberitele esitatud kriteeriumite valguses. Eelnimetatud käsitluse igakülgsuse saavutamiseks on lähtutud nii Euroopa Liidu kui ka Ameerika Ühendriikide väärtpaberiturgude regulatsioonist.

Märksõnad: finantseerimine, investorid, plokiahela-tehnoloogia, investering.

⁸ K. Kolk. Investorkaitse ulatuse määratlemine kapitali kaasamisel investeerimispõhise ühisrahastuse tehingutes. Magistritöö. Tallinn. 2017.

⁹ K. Saluste. *Token*'ite kvalifitseerimine Eesti õiguse alusel ning kehtiva õiguse sobivus ICO-de reguleerimisel. Magistritöö. Tartu. 2018.

¹⁰ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1129, 14. juuni 2017, mis käsitleb väärtpaberite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti ning millega tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2003/71/EÜ. – ELT L 168, 30.6.2017, lk 18-82.

1. UTILITY TOKEN’TE AVALIKULE PAKKUMISELE KOHALDUVA REGULATSIOONI VAJADUS JA EESMÄRGID

1.1. Utility token’ite avaliku pakkumise kontseptsioon

1.1.1. Utility token’ite avalik pakkumine kui ICO

Kuivõrd ICO-de osas puudub õiguslik regulatsioon, ei ole ka õiguslikku definitsiooni, mille põhjal ICO-sid üheselt määratleda. Õiguskirjanduses on kasutatud erinevaid määratlusi. Näiteks on ICO-t defineeritud kui finantseerimismehhanismi, mis on hübriid klassikalisest aktsiate esmasest avalikust pakkumisest (IPO), riskikapitalist ja ühisrahastusest (nt Kickstarter).¹¹ Tõenäoliselt tähendab sellise määratluse puhul viide aktsiate esmasele avalikule pakkumisele seda, et ka ICO-de puhul kaasab ettevõtte raha esimest korra laiema avalikkuse käest; viide riskikapitalile viitab raha kaasava ettevõtte varajasele arengujärgule ning selle edukuse võimaluse ebakindlususele; ning viide ühisrahastusele tähendab seda, et ICO’sse investeerinud isik ei pruugi tingimata vastutasuna saada rahalist tulu (nt dividendi või intressi näol), vaid vastutasuks võib hoopis olla kaup või õigus kasutada teenust. Olgugi, et eelmainitud käsitus võtab hästi kokku ICO-sid iseloomustavad põhiomadused laiemas pildis, puudub selles definitsioonis viide ICO-de keskele tunnusele, mis eristab neid kõikidest teistest kapitali kaasamise viisidest – viide *token’ile*, mille üheks esinemisvormiks on ka käesoleva magistritöö uurimisesemeks olev *utility token*.

Autori arvates on Finantsinspeksioon oma veebilehel hästi ICO-sid määratlenud, defineerides ICO-d kui „mudelit, mille puhul ettevõtja kaasab investoritelt investeringuid mõnes ametlikus valuutas või virtuaalväringus oma- või käibekapitali tarvis ning väljastab selle vastu plokiahelas kirjendatud ühikuid ehk inglise keeles *token’eid*“¹². Sealjuures *token* on Finantsinspeksiooni määratluse kohaselt „tõend, mis väljendab plokiahela süsteemis mistahes väeringut või õigust“¹³. Need kaks Finantsinspeksiooni poolt toodud määratlust annavad kokku väga hästi edasi ICO-de olemuse, milleks on kapitali kaasamise viis investoritelt – kas oma- või käibekapitali tarvis – väljastades vastutasuks plokiahelas kirjendatud *token’eid*, mis väljendavad mistahes väeringut või õigust. Autor lisaks Finantsinspeksiooni määratlusele vaid omaltpoolt täpsustuse selle kohta, et reeglina kaasatakse ICO abil rahastust avalikkuselt. See tähendab, et tegemist ei ole suunatud pakkumisega, mis on mõeldud vaid piiratud ringile isikutele, nt töötajatele, sõpradele-perele, ainult professionaalsetele investoritele jms.

¹¹ N. Crosser. Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain *Utility Tokens* Securities? Kansas Law Review. Vol. 67. *Sine anno*. Lk 379.

¹² Finantsinspeksioon. Virtuaalraha (ICO) Arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/et/finantsinspeksioon/finantsinnovatsioon/virtuaalraha-ico> (18.03.2019).

¹³ Finantsinspeksioon. Virtuaalraha (ICO) (viide 13).

Nagu Finantsinspeksiooni *token*'i definitsioonist nähtub, võib *token* väljendada erinevaid õigusi ja seetõttu omada erinevaid funktsionaalsusi. Sellest tulenevalt sõltub omakorda *token*'ite õiguslik kvalifikatsioon ning nende avalikule pakkumisele kohalduv regulatsioon. Samuti eksisteerib võimalus, et tulenevalt *token*'i poolt väljendatavatest õigustest ja kantavatest funktsionaalsustest kujutab *token* endast midagi, mis jääb üldse väljapoole kehtiva õiguse reguleerimisala. Osad *token*'id, millele teinekord viidatakse ka kui investeerimistüüpi *token*'id, võivad väljendada õigust kasumile sarnaselt kapitaliväärtpaberitele. Teised, mida on nimetatud ka kui *utility token*'id, väljendavad endas mingit kasutusotstarvet või õigust konkreetsele kaubale või teenusele, nt õigus tarbida teenust platvormil või süsteemis, mille toimimise osaks nimetatud *token*'id on. Lisaks leidub *token*'eid, mida kutsutakse makse *token*'iteks, mis ei oma materiaalselt väärtust, kuid mida saab eelduslikult kasutada vahetus- või maksevahendina tasumaks kaupade või teenuste eest. Samuti on võimalik, et mõni *token* väljendab üheaegselt mitut ülalviidatud õigust või funktsionaalsust, ning ei ole välistatud, et need õigused või funktsionaalsused võiksid teatud juhtudel ka ajas muutuda.¹⁴

Olgugi, et endiselt avatud diskussioonile ja tõenäoliselt mittetäielik, võiks Saksa plokiahela liidu *Blockchain Bundesverband* finantstöögrupi liikmete sõnul¹⁵ järgnev kategorisatsioon peegeldada terminoloogia osas minimaalset ühist seisukohta nii praktikute kui ka akadeemikute seas, millest on lähtunud ka käesoleva magistritöö autor.¹⁶ Kõikidele järgnevatele eri tüüpi *token*'itele on magistritöös ühiselt viidatud kui *token*'itele:

- a) „krüptovaluuta *token*'id“ kujutavad endast *token*'eid, mis on ette nähtud funktsioneerimaks maksevahendina tasumaks teenuste ja kaupade eest platvormil ning mitte ainult kasutaja ja platvormi vahel, vaid ka kasutajate vahel;
- b) „*utility token*'id“ kujutavad endast *token*'eid, mis peaksid väljendama mingit kasutusotstarvet selle omajale, mis ei seisne kasutamises maksevahendina, nt andes ligipääsu mingile pakutavale või vähemalt arendatavale tootele või teenusele. Sellised *token*'id väljendavad reeglina õigust: (i) (tuleviku) teenusele; (ii) vahetada *token* teise

¹⁴ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 8.

¹⁵ Blockchain Bundesverband. Finance Working Group. Statement on Token Regulation with a focus on token sales. Saksamaa lk 3.

¹⁶ Vt nt P. Hacker, C. Thomale. Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law. 15 European Company and Financial Law Review 645-696 (2018). Arvutivõrgus: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820 (15.04.2019).

tokeni või teenuse vastu; (iii) hääletada teatud küsimuste üle, millest üldjuhul sõltub arendatava teenuse funktsionaalsus;

- c) „väärtpaber *token*’id“, mis on võrreldavad klassikaliste finantsinstrumentidega, eelkõige võla- ja omakapitaliinstrumentidega.

Kuivõrd väärtpaber *token*’ite osas on enamike riikide järelevalveasutuste poolt asutud seisukohale, et need kvalifitseeruvad õiguslikult väärtpaberitena ning seega kohaldub nende avalikule pakkumisele vastava riigi väärtpaberituru regulatsioon tervikuna¹⁷, ei ole magistritöö autori hinnangul väärtpaber *token*’ite pakkumise korral tõusetuvad õiguslikud probleemid nii teravad, eelkõige investorkaitse perspektiivist hinnatuna, ning väärtpaber *token*’ite avalikku pakkumist magistritöös seega ei käsitleta. Loomulikult on võimalik küsida väärtpaberituru regulatsiooni sobivuse osas väärtpaber *token*’ite avaliku pakkumise korral nii investorkaitse tagamise kui ka kapitali paindliku kaasamise tagamise vaatenurgast, kuid need küsimused väljuvad antud magistritöö raamidest ning jäävad ootama käsitlemist järgmistes magistritöödes. Lihtsuse huvides käsitleb autor käesoleva magistritöö kontekstis krüptovaluuta *token*’eid ühe *utility token*’i alagrupina tulenevalt nende kasutusotstarbest (maksevahendina), ning viitab neile ühiselt kui *utility token*’ile. Täiendavalt ühendab krüptovaluuta *token*’eid ja *utility token*’eid ka asjaolu, et nad mõlemad vastanduvad väärtpaber *token*’ile selles osas, mis puudutab väärtpaberituru regulatsiooni kohaldumist. Seega keskendub käesolev magistritöö vaid selliste *token*’ite avalikule pakkumisele, mis väljendavad selle omajale kasutusotstarvet, ning mis ei ole kohalduva õiguse alusel kvalifitseeritavad klassikaliste väärtpaberitena. Selliste *token*’ite sisulise määratluse vaheteole võrrelduna väärtpaberitena kvalifitseeruvate *token*’itega keskendub autor täpsemalt magistritöö 2. peatükis.

Vaatamata ülaltoodud erisustele, on kõiki *token*’eid ühendavaks omaduseks see, et nad on emiteeritud plokiahelale ning vajavad seega toimimiseks plokiahela tehnoloogia kasutuselevõttu.¹⁸ Tulenevalt plokiahela tehnoloogia uudsusest laiema üldsuse jaoks ning selle olulisusest eelkõige *utility token*’ite eksisteerimisel ja toimimisel, on järgnevalt toodud lühiülevaade plokiahela olemusest.

¹⁷ Vt European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk-d 18-21. Vt Finantsinspeksioon. ICO õiguslik staatus. Arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/et/finantsinspeksioon/finantsinnovatsioon/virtuaalraha-ico/ico-oiguslik-staatus>

¹⁸ Y. Chen. Blockchain *tokens* and the potential democratization of entrepreneurship and innovation. Business Horizons (2018) 61, 567-575. Lk-d 568-569.

Laiemale üldsusele sai plokiahela (inglise keeles *blockchain*) tehnoloogia (nimetatakse ka kui hajusandmebaasi tehnoloogia, inglise keeles *distributed ledger technology*) teatavaks 2009. aastal tänu Bitcoin'ile, mil pseudonüüm Satoshi Nakamoto avalikustas *white paper*'i pealkirjaga „*Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*“.¹⁹ Kui esimestel aastatel pakkus plokiahel huvi vaid tõelistele asjahuvilisele, siis tänu Bitcoin'i populaarsusele mitteametliku aktsepteeritava maksevahendina (ja spekulatsiooni instrumendina) on teadmised plokiahela toimimisest ja innovatsiooni potentsiaalst jõudnud avalikkuseni. ICO-d ja teised plokiahelale toetuvad süsteemid nagu näiteks Ethereum²⁰ on sellele omakorda veel kaasa aidanud. Näiteks on erinevad konsortsiumid rahvusvahelisi panku katsetanud plokiahela tehnoloogia rakendamist kaubandustehingute finantseerimisel, milledest osad katsetused on ka vilja kandnud ning pankade poolt kasutusel.²¹ Samuti on maailma üks suurimaid väärtpaberibörse Nasdaq võtnud eesmärgiks kasutada ära võimalikult palju plokiahela tehnoloogia pakutavaid innovaatilisi võimalusi väärtpaberiarvelduste lihtsustamiseks.²²

Oma kõige lihtsamas vormis on plokiahel jagatud andmebaas, kus kõik tehingud konkreetse varaga registreeritakse krüptograafiliselt lingitud andmeplokkidesse, mis tagab omakorda selle, et tehinguid ei ole tagantjärele võimalik muuta ega tagasi pöörata. Plokiahelal toimiv süsteem ei vaja toimimiseks ühte kesket autoriteeti ega ühtegi usaldusväärset kolmandat isikut, kes maandaks vastaspoolest tulenevat riski.²³ See tähendab kapitali kaasamise kontekstis seda, et põhimõtteliselt ei oleks vaja enam nt panku, investeerimisühinguid, reguleeritud turu korraldajaid jms. Plokiahelat võib kirjeldada kui P2P (võrdõigusvõrk, inglise keeles *peer-to-peer*) hajusandmebaasi (raamatupidamisvihikut), mis ühendab kõikide kasutajate arvutid teiste võrgustikus olevate kasutajate arvutitega, elimineerides vajaduse keskse osapoole või autoriteedi järgi, kes teostaks, logiks ja autendiks veebipõhiseid tehinguid.²⁴ Selle asemel, iga kord kui tehing registreeritakse ühes või mitmes võrgustikku ühendatud arvutis, kuvatakse see

¹⁹ Vt Satoshi Nakamoto. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System (2009). Arvutivõrgus: <https://bitcoing.org/bitcoin.pdf> (13.02.2019).

²⁰ Ethereum on plokiahela tehnoloogial põhinev avatud tarkvara platvorm, mis võimaldab arendajatel ehitada ja turule lasta detsentraliseeritud rakendusi, sh võimaldades ka enamike ICO-de korraldamist. Vt täpsemalt Ethereum Project. Arvutivõrgus: <https://www.ethereum.org/> (13.02.2019).

²¹ Financial Times. Six global banks join forces to create digital currency (31.08.2017). Arvutivõrgus: <https://www.ft.com/content/20c10d58-8d9c-11e7-a352-e46f43c5825d> (13.02.2019). CB Insights. How Banks Are Teaming Up To Bring Blockchain To Trade Finance (23.08.2018). Arvutivõrgus: <https://www.cbinsights.com/research/banks-regulators-trade-finance-blockchain/> (13.02.2019).

²² Nasdaq. Building on the blockchain – Market Insite (23.03.2016). Arvutivõrgus: <https://business.nasdaq.com/marketinsite/2016/Building-on-the-Blockchain.html> (13.02.2019).

²³ E. Hofmann, U. M. Strewe, N. Bosia. Supply Chain Finance and Blockchain Technology: the case of reverse securitisation. 2018. New York: Springer.

²⁴ J. Enyi, N. Le. Regulating Initial Coin Offerings (“Crypto-Crowdfunding”). 8 J. INT’L BANKING & FIN. L. 495. 01.09.2017. Ühendkuningriik. Lk 3.

tehing kogu võrgustikule, kuivõrd süsteem tuvastab muudatuse koodis.²⁵ Arvutusvõimsus, mida on vaja tehingute kajastamiseks, saadakse võrku ühendatud arvutitelt, mis lahendavad matemaatilisi valemeid, tagades seeläbi töötõestuse (inglise keeles *proof of work*), ning mille edukal lahendamisel saadakse vastutasuks väike osa ploki ahelasisest krüptovara.²⁶ Seda protsessi nimetatakse kaevandamiseks (inglise keeles *mining*).

Ploki ahela tehnoloogia edasiarendamise tulemusel on saanud võimalikuks tarkade lepingute (inglise keeles *smart contract*) kasutuselevõtt.²⁷ Tark leping on arvutiprogramm, mis täidab automaatselt ja usaldusväärselt lepingu tingimusi, teostades tehinguid, kui koodi „kui / siis“ käskluse eeldused on täidetud. Tarkade lepingute puhul puudub vajadus vahendajast kolmanda osapoole järele, kes sõnastaks, kinnitaks ja jõustaks pooltevahelisi kokkuleppeid.²⁸ Tarku lepinguid peetakse ploki ahela üheks kõige paljulubavamaks omaduseks, sest nad integreeruvad hästi asjade internetiga²⁹ (inglise keeles *Internet of Things*), vähendavad pettuse riski³⁰ ning vähendavad arbitreerimise ja täitmise kulusid³¹. Muuhulgas võidakse tarku lepinguid ICO-de puhul ära kasutada selleks, et garanteerida investoritele nende rahaliste panuste automaatne tagastamine juhuks kui minimaalses ettemääratud ulatuses kapitali ei õnnestu kaasata.³²

1.1.2. *Utility token*’ite avalikul pakkumise teel kapitali kaasamise protsess

Kuivõrd magistritöö kirjutamise hetkel puudub konkreetne ICO’dele kohalduv õiguslik raamistik, puuduvad igasugused nõuded selle osas, kuidas ICO’t ette valmistada, läbi viia ning edukalt raha kaasata. Selguse huvides märgib magistritöö autor ära, et eelnev väide ei pea paika väärtpaberina kvalifitseeruvate *token*’ite avaliku pakkumise läbiviimisel. Sellisel juhul kohaldub tõenäoliselt väärtpaberite avalikule pakkumisele kohalduv regulatsioon, mis annab

²⁵ R. Marvin. Blockchain: The Invisible Technology That’s Changing the World. PCMag. 29.08.2018. Arvutivõrgus: <https://www.pcmag.com/article/351486/blockchain-the-invisible-technology-thats-changing-the-world> (13.02.2019).

²⁶ Commodities Futures Trading Commission. A CFTC Primer on Virtual Currencies. LabCTFC. 17.10.2017. Arvutivõrgus: https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/documents/file/labctfc_primer currencies100417.pdf (13.02.2019).

²⁷ E. Hofmann jt (viide 23).

²⁸ F. Idelberger jt. Evaluation of Logic-Based Smart Contracts for Blockchain Systems. 2016. Kättesaadav: <https://allquantor.at/blockchainbib/pdf/idelberger2016evaluation.pdf> (13.02.2019).

²⁹ J. Chester. How Blockchain Startups Will Solve The Identity Crisis For The Internet Of Things. Forbes. 28.04.2017. Arvutivõrgus: <https://www.forbes.com/sites/jonathanchester/2017/04/28/how-blockchain-startups-will-solve-the-identity-crisis-for-the-internet-of-things/#4070f5aa5c63> (13.02.2019).

³⁰ D. Newman. 3 Ways Blockchain Can Help Combat Fraud. Forbes. 17.04.2018. Arvutivõrgus: <https://www.forbes.com/sites/danielnewman/2018/04/17/3-ways-blockchain-can-help-combat-fraud/#5aa3c22992a4> (13.02.2019).

³¹ M. Vaterio. Smart contracts and transaction costs. Oxford Business Law Blog. 10.10.2018. Arvutivõrgus: <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/10/smart-contracts-and-transaction-costs> (13.02.2019).

³² European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 11.

ette väga detailse õigusliku raamistiku, millest kapitali kaasav emitent lähtuma peab.³³ Audiitor- ja konsultatsiooniettevõtte Deloitte asutatud *Blockchain Institute* on püüdnud praktikale tuginedes jagada ICO läbiviimise nelja etappi: (i) avalikustamiseelne etapp; (ii) pakkumine; (iii) turunduskampaania; ja (iv) *token*'ite müük.³⁴ Järgnev kirjeldus võiks üldjoontes iseloomustada kapitali kaasamise protsessi praktikas kõikide ICO'de puhul, olenemata *token*'i väljendatavatest õigustest ja funktsionaalsustest ning selle põhjal *token*'ile antud määratlusest. Seega sobib alltoodu iseloomustamiseks ka *utility token*'ite avaliku pakkumise kaudu kapitali kaasamise protsessi.

ICO korraldamise esimene, avalikustamiseelne, etapp hõlmab endas ICO kohta jutu levitamist, meelitamaks nii palju potentsiaalseid investoreid kui võimalik. Reeglina tehakse esimesed teavitused krüptoteemalistes foorumites (nt Bitcointalk, Reddit jms). Esmane teavitus sisaldab põhikokkuvõtet projekti eesmärkidest ja ambitsioonidest. Samuti peetakse investorites huvi äratamisel oluliseks informatsiooni selle kohta, millised on projekti unikaalsed ja uuenduslikud omadused, teavet meeskonna, nende eelneva kogemuse ja õnnestumise kohta. Projekti meeskond analüüsib seejärel saadud tagasisidet, et hinnata potentsiaalset huvi ning vajadusel muuta või täiendada ärimudelit. Esimene etapp lõpeb üldjuhul lõpliku ärimudeli ja detailse ICO pakkumise kirjutatud versiooniga.³⁵ See koondatakse dokumenti, mida tuntakse kui *white paper*. *White paper*'iks peetakse dokumenti, mis sisaldab probleemi kirjeldust, mida projektiga üritatakse lahendada, probleemi lahendust ning toote/teenuse detailset kirjeldust, selle tehnilist ülesehitust ja kasutatavust. *White paper*'i sisu peaks katma vähemalt järgmisi punkte: sissejuhatus, asjakohased klauslid³⁶, sisukord, turu ja probleemi kirjeldus, toote/teenuse kirjeldus ning kuidas see lahendab probleemi, *token*id (kui palju, mis otstarbega, kuidas emiteeritakse, millal jne), milleks ja kuidas kaasatud kapitali kasutatakse, meeskond, tegevuskava.³⁷ Tuues paralleeli klassikaliste väärtpaberite avaliku pakkumisega, võiks *white paper* olla võrreldav avaliku pakkumise prospektiga, millele väärtpaberituruõigus näeb ette konkreetsed ja detailsed nõuded nii vormile kui ka sisule. Erinevalt prospektist ei ole *white paper*'i vormile ja sisule konkreetseid nõudeid kehtestatud ning seega on iga emitendi enda otsustada, kuidas ja mida ta peab vajalikuks *white paper*'is avalikustada. Õiguskirjanduses on

³³ Vt selles osas näiteks prospektimäärus (viide 10).

³⁴ Deloitte Blockchain Institute. ICOs – The New IPOs? How to fund innovation in the crypto age. Lk 4. Arvutivõrgus: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/Innovation/ICOs-the-new-IPOs.pdf> (27.04.2019).

³⁵ Deloitte Blockchain Institute (viide 34).

³⁶ Näiteks vastutust piiravad või välistavad klauslid, piirangud ICO-st osavõtta võivate investorite kohta (residentsuse alusel) jms.

³⁷ Cointelegraph. What Is A White Paper And How To Write It. Arvutivõrgus: <https://cointelegraph.com/ico-101/what-is-a-white-paper-and-how-to-write-it> (27.04.2019).

leitud, et eeltoodud põhjusel on ka *white paper*'ite kvaliteet, maht ja nendes sisalduva informatsiooni laad varieeruvad.³⁸ Samas on *white paper* keskseks allikaks, mille põhjal investor *token*'i soetamise otsuse teeb. ICO'de puhul, kus emitendil puudub tihti pikem ajalugu, või on emitent alles asutatud, on *white paper*'is avalikustataval teabel eriti suur roll investori investeerimisotsuse kujundamisel sest kolmandatest allikatest ei ole tõenäoliselt võimalik täiendavat informatsiooni leida.

Järgmiseks etapiks peetakse pakkumise avalikustamist. Lisaks *white paper*'is toodud ärimudeli, probleemi, lahenduse, meeskonna jms kirjeldusele, koostatakse üldjuhul ka pakkumise tingimusi koondav dokument. Tingimustest nähtuvad reeglina detailsemalt ka õigused, mida *token* endas kannab. Pärast pakkumisdokumentatsiooni (*white paper* ja tingimused) allkirjastamist projekti võtmeisikute poolt, avalikustatakse *token*'ite müügi alguskuupäev ning ettevõtte (emitent) algatab aktiivse turunduskampaania.³⁹

Arvestades, et ICO abil raha kaasav ettevõtte on enamasti suhteliselt lühikese ajalooga, kui mitte alles asutatud, siis mängib turunduskampaania ICO edukuse osas väga suurt rolli. Selle tarveks võidakse palgata spetsiaalsed agentuurid, kes käivad pakkumist esitlemas erinevatel konverentsidel ning viivad läbi nn rändkampaaniaid (inglise keeles *road show*). Enamasti kestab selline aktiivne turundustegevus enne *token*'ite müüki umbes üks kuu, sihtgrupiks eelkõige institutsionaalsed ja väiksemad investorid. Deloitte kogemuse põhjal sihitakse tihti ka selliseid isikuid, kes on varem ühisrahastuses osalenud. Pärast turunduskampaania lõppu algab *token*'ite müügi- ja ostuprotsess.⁴⁰

ICO korraldamise viimane etapp kujutab endast kitsamas tähenduses ICO ehk *token*'ite müügi algatamist ja nende emiteerimist. Olenevalt strateegiast võidakse *token*'id väljastada koheselt või pärast teatava ajaperioodi möödumist, mille jooksul arendatakse välja loodaval platvormil teatav funktsionaalsus.⁴¹

Pärast *token*'ite esmast emiteerimist ICO raames, mida autor käsitleb magistritöö kontekstis kui esmaturgu, otsustavad paljud raha kaasanud ettevõtted noteerida *token*'id spetsiaalsel kauplemissplatvormil järelkauplemisele (järelturg). Sellistel krüptovaluutade, sh *token*'ite, vahetusplatvormidel on võimalik ICO raames *token*'eid soetanud investoritel müüa/vahetada

³⁸ E. Hofmann jt (viide 23).

³⁹ Deloitte Blockchain Institute (viide 34).

⁴⁰ Deloitte Blockchain Institute (viide 34).

⁴¹ Deloitte Blockchain Institute (viide 34).

enda *token*'id mõne teise krüptovaluuta, *tokeni* või ametliku valuuta vastu. Ka selles osas saab tõmmata paralleele traditsiooniliste väärtpaberite ja *token*'ite avalike pakkumiste vahel. Magistritöö autor peab siinkohal silmas võimalust väärtpaberite noteerimiseks kas reguleeritud turul või mõnel muul mitmepoolisel kauplemisplatvormil. Hinnanguliselt tegutseb ülemaailmselt üle 250 krüptovaluutade kauplemisplatvormi.⁴² Suurimad neist tegutsevad hetkel väljaspool Euroopa Liitu, eelkõige Aasias või Ameerika Ühendriikides.

Ülaltoodud ICO läbiviimise protsessi kirjelduse põhjal saab magistritöö autori hinnangul pidada *token*'ite avaliku pakkumise teel kapitali kaasamist vähemalt majanduslikus mõttes väga sarnaseks traditsiooniliste väärtpaberite emiteerimise teel kapitali kaasamisega avalikkuselt. Eelkõige seisneb ühisosa järgnevas: 1) nii *token*'ite kui ka väärtpaberite avaliku pakkumise eesmärgiks on rahastuse kaasamine avalikkuselt, mis saavutatakse reeglina suure hulga väiksemate rahaliste panuste koondamisel; 2) poolte (st emitent ja investorid) informeerituse taset iseloomustab vaikinisi informatsiooni asümmeetria, kus emitendil on investori jaoks otsuse tegemiseks olulist informatsiooni hulgaliselt rohkem, kui investoritele on avalikult kättesaadav; 3) nii *token*'id kui ka väärtpaberid on mõlemad kaubeldavad instrumendid, st eksisteerib järelturg, kus vastavate instrumentidega on võimalik turuhinna alusel tehinguid teha.

Teave *utility token*'itesse ja laiemalt krüptovaradesse, sh krüptovaluutadesse investeerijate profiili kohta on piiratud. Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve on oma soovituslikes juhistes välja toonud, et mõningate hinnangute kohaselt on viimastel aastatel, tõenäoliselt tänu ICO'de populaarsuse kasvule, ICO'de investorbaas laienenud esialgsest tehnikateadlikumast kommuunist laiemaks üldsuseks, hõlmates nii institutsionaalseid- kui ka jaeinvestoreid.⁴³ Jaeinvestoritele on ICO'd ligipääsetavaks võimaluseks oma säästude investeerimisel just eelkõige põhjusel, et reeglina puuduvad piirangud vähima investeeritava summa osas ning tegemist ei ole niinimetatud suunatud pakkumistega, mis on mõeldud üksnes professionaalsetele ja kogenenumatele investoritele. *Utility token*'itesse investeerinud investorite koguarvu ning investorite tüüpi on vastavate andmete puudumisel raske täpselt

⁴² Näiteks Coinmarketcap hindas 18. aprilli 2019. a seisuga platvormide arvuks 255. Arvutivõrgus: <https://coinmarketcap.com/rankings/exchanges/> (18.04.2019). Samas on ka vanemaid hinnanguid, mis ületavad 500. Vt nt Bitcoin.com. The Number of Cryptocurrency Exchanges Has Exploded. 11.04.2018. Arvutivõrgus: <https://news.bitcoin.com/the-number-of-cryptocurrency-exchanges-has-exploded/> (18.04.2019).

⁴³ Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve on selle näitlikustamiseks viidanud Hollandis läbiviidud uuringule, mille kohaselt esines 490 000 majapidamises krüptoinvestoreid (kogu 7 miljonist majapidamisest). Investeeritavad summad on enamasti väikesed, 69% juhtudest alla 1 000 euro. Ainult 2% investeerivad üle 10 000 euro. Kusjuures vaid ainult mõnel juhul on investeeringud tehtud esmaturul (ehk ICO'de raames) ning enamik investeeringuid on tehtud järelturul (ehk kauplemisplatvormidel). Vt European Securities and Markets Authority (viide 6). Viide 31.

määrata. Virtuaalväeringute rahakottide⁴⁴ arvu kogu maailmas hinnatakse 2019. aasta esimese kvartali seisuga üle 34 miljoni.⁴⁵ Samas on siinkohal oluline välja tuua, et see number ei võrdu kindlasti ICO investorite arvuga. Esiteks võib ühel isikul olla mitu rahakotti⁴⁶, ning teiseks peab magistritöö autor tõenäoliseks, et enamuses neist virtuaalväeringute rahakottidest hoitakse Bitcoin'i, mis on kõige populaarsem ja suurima turukapitalisatsiooniga krüptovaluuta läbi aegade.⁴⁷ Samas, ainuüksi asjaolu, et ICO'de investorbaas on laienenud jaeinvestoriteni, kelle puhul võivad kaalul olla isiku viimased sääst⁴⁸, või veel hullemal juhul intressi kandev laenuraha, on magistritöö autori hinnangul selge signaal sellest, et *utility token*'ite avaliku pakkumise kaudu raha kaasamise kontekstis tuleb tähelepanu pöörata investorite kaitsmisele neid ohustavate riskide eest. Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve on hinnanud laiemalt kõikide krüptovaradega seonduvaid riske⁴⁹, millest ICO'de ning *utility token*'ite kontekstis tasuks magistritöö autori hinnangul välja tuua järgnevad.

Esiteks tuleks arvestada sellega, et (*utility*) *token*'ite ja nende poolt väljendatavate õiguste ja funktsionaalsuste ring on nii lai, et kõik *token*'id ei pruugi endast kujutada samu riske ning probleeme.⁵⁰ Teiseks kujutab endast potentsiaalset ohtu krüptovarade ja traditsiooniliste finantsinstrumentide vahelise piiri hägustumine, millele on kaasa aidanud ka see, et ärimudelite edasiarenduste tulemusel on hakatud ka traditsioonilisi finantsinstrumente emiteerima plokiahelale.⁵¹ Õigusselgusele aitaks kindlasti kaasa nii *utility token*ite kui ka laiemalt kõikide krüptovarade adresseerimine regulatsiooniga.

Täiendav probleem, mille tõusetumist on peetud tõenäoliseks, on see, kas investorid üleüldse mõistavad enne investeerimist neid riske, millele nad avatud on, ning kas nad teevad selliseid investeeringuid, mis on nende vajadustest lähtuvalt sobivad. Enamik ettevõtteid, kes ICO'de

⁴⁴ Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seaduse § 3 punktis 10 on defineeritud virtuaalväeringu rahakotiteenus kui teenust, mille raames luuakse klientidele või hoitakse klientide krüpteeritud võtmeid, mida saab kasutada virtuaalväeringu hoidmise, talletamise ja ülekandmise eesmärgil. Põhimõtteliselt on võimalik krüpteeritud võtmeid talletada ka ilma teenuspakkujata, salvestades need endale ise arvutisse või kirjutades paberile.

⁴⁵ Statista. Number of Blockchain wallet users worldwide from 1st quarter 2016 to 1st quarter 2019. Arvutivõrgus: <https://www.statista.com/statistics/647374/worldwide-blockchain-wallet-users/> (27.04.2019).

⁴⁶ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 13.

⁴⁷ Coinmarketcap hindab 19.04.2019 seisuga Bitcoin'i turukapitalisatsiooniks 93 miljardit US dollarit, millele järgneb Ethereum 18 miljardilise US dollari turukapitalisatsiooniga, st juba suuruselt esimese ja teise krüptovaluuta vahe on ligi viiekordne. Arvutivõrgus: <https://coinmarketcap.com/> (19.04.2019).

⁴⁸ Vt selles osas nt M. Kaplan. Bitcoin crash: This man lost his savings when cryptocurrencies plunged. CNN Business. 11.09.2018. Arvutivõrgus: <https://money.cnn.com/2018/09/11/investing/bitcoin-crash-victim/index.html> (29.04.2019).

⁴⁹ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk-d 13-18.

⁵⁰ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 13, lg 40.

⁵¹ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 13, lg 45.

kaudu seni kapitali on kaasanud, on alles arengu algusfaasis ettevõtted, kellel tihtipeale puudub reaalne majandustegevus ning selle asemel on pelgalt idee. Tõenäosus läbikukkuda on seega kõrge, ning investorite jaoks kujutab see endast olulist riski jääda ilma kogu oma investeringust. Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve on viidanud 2017. aastal korraldatud ICO'del põhineva uuringu järeldustele, mille kohaselt ligikaudu 30% emiteeritud *token*'itest on kaotanud kogu oma väärtuse ning enamiku hind on langenud alla ICO hinna.⁵² Tõenäoliselt võiks eeltoodud riski maandada investorite teavitamine ning nende tähelepanu riski realiseerumise kõrgele tõenäosusele juhtimine. Samas on tegemist teabega, mis kindlasti muudab *token*'ite soetamise investoritele vähem ahvatlevaks. Eelkõige tänu kõrgendatud tõenäosusele oma rahalisest panusest ilma jääda. Seetõttu on kaheldav, kas emitent on nõus ise vabatahtlikult sellele riskile investorite tähelepanu juhtima. Siinkohal võiks magistritöö autori arvates taas abi olla regulatsioonist, mis teavitamiskohustuse tagab.

Lisaks võib piiratud olla avaldatava informatsiooni ulatus projekti ja emitendi kohta, sest mõlemad on enamasti ICO korraldamise hetkeks väga varajases staadiumis. Täiendav probleem seondub juba eelnevalt viidatud asjaoluga – *token*'ite ja nende poolt väljendatavate õiguste ja funktsionaalsuste ring on lai – sellest tulenevalt ei pruugi ka investorid kõiki kaasneda võivaid riske, eriti veel selliseid, mis tulenevad alustehnoloogia eripäradest, kergesti mõista.⁵³ Samuti viitab Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve märkimisväärsele arvule kaebustele seoses petturlike ICO'dega, mille puhul kas *token*'eid reaalselt ei eksisteeri või emitendid/arendajad haihtuvad peale ICO tulemusel raha kätte saamist. Mõnede allikate kohaselt võib pettuste arv moodustada isegi kuni 80% kõikidest ICO'dest.⁵⁴ Magistritöö autori hinnangul on pettuste kõrge arv tõestus sellest, et ilma regulatsioonita ei ole ICO'de turg, eelkõige juhul kui kapitali kaasatakse *utility token*'ite abil, mis puhul on kaheldav ka väärtpaberituru regulatsioon kohaldumine, võimeline usaldusväärset toimima ilma regulatiivse sekkumiseta. Raha kaasamisel ICO'de kaudu, ning laiemalt kõikide krüptovarade puhul, on pettuse oht magistritöö autori hinnangul keskmisest kõrgem ka krüptovaradega kaasneva teatava anonüümsuse tõttu. Olenemata sellest, milline ettevõtte on märgitud emitendina ning kui palju teavet emitendi kohta on avalikustatud (nimi, registreerimisaadress, registrikood, asukoht jms), kannavad investorid oma rahalised panused emitendi poolt avalikustatud isikustamata avaliku võtme alusel anonüümsele virtuaalrahakotile, ning ei saa lõppastmes kunagi teada, kes selle rahalise panuse

⁵² European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 14, lg 47.

⁵³ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 14, lg 48.

⁵⁴ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 14, lg 49.

tegelik addressaat on. See raskendab olulisel määral pettuse korral rahalise panuse tagasi saamist, sest raha liikumist on tänu anonüümsusele väga keeruline järgida ning tõestada.

Lisaks eelnevalt Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve poolt kaardistatule on õiguskirjanduses viidatud näiteks riskile, et ICO korraldaja muudab *token*'i poolt antavaid õiguseid ühelt poolt pärast nende emiteerimist.⁵⁵ Klassikaliste väärtpaberite väljendatavaid õiguseid tõenäoliselt nii lihtne ühelt poolt muuta ei ole, kuivõrd need piirid on enamikel juhtudel ette seatud seadusega.

Tulenevalt eeltoodust on magistritöö autor seisukohal, et *utility token*'ite avaliku pakkumise teel kapitali kaasates on investorite kaitse vajadus põhjendatud, eelkõige investoreid ohustavate riskide tõttu, mis tulenevad peamiselt informatsiooni asümmeetriast tingitud teabe puudulikkusest ja regulatsiooni puudumisest tingitud teabe ebaühtlasest kvaliteedist. Magistritöö autori hinnangul on kahtlemata võimalik *utility token*'eid soetanud isikuid ohustavaid riske regulatsiooniga vähendada. Küsimus on eelkõige selles, milline peaks sobiv regulatsioon olema, et tagada ICO raames *utility token*'eid soetanud investorite piisav kaitse ilma samal ajal liigselt ettevõtjate jaoks paindlikku kapitali kaasamist takistamata. Nagu eespool selgitatud, on kapitali kaasamine ICO raames *utility token*'eid emiteerides vähemalt majanduslikus mõttes väga sarnane raha kaasamisele kapitaliturgudel väärtpabereid (nt aktsiaid ja võlakirju) emiteerides – mõlemad iseloomustab kapitali kaasamine avalikkuselt väiksemate üksikute rahaliste panuste koondamise teel, vaikimisi suur informatsiooni asümmeetria investeerimisotsuse tegemiseks olulise teabe osas, ning instrumentide kaubeldavus järelturul. Selle tulenevalt tõusetub magistritöö autori hinnangul põhjendatult küsimus sellest, kas kapitali kaasamist ICO raames *utility token*'eid emiteerides tuleks reguleerida väärtpaberituruõigusega. Kusjuures esmane küsimus ei ole mitte niivõrd see, kas seda tuleks teha olemasoleva regulatsiooni muutmise/täiendamise teel või uue ICO-spetsiifilise eriregulatsiooni kehtestamise teel, vaid eelkõige selles, millistest põhimõtetest ja eesmärkidest lähtudes ning milliste vahendite abil saavutada sobiv tasakaal investorkaitse tagamise ja paindliku kapitali kaasamise edendamise vahel.

⁵⁵ D. Hoffmann. Regulating Initial Coin Offerings (ICOs). Penn Wharton Public Policy Initiative. 59. 2018. Lk 4. Arvutivõrgus: https://repository.upenn.edu/pennwhartonppi/59/?utm_source=repository.upenn.edu%2Fpennwhartonppi%2F59&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages (27.04.2019).

1.2. Regulatiivsed kaalutlused kapitali kaasamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel

1.2.1. *Utility token*'ite avalikul pakkumisel kohalduv regulatsioon kui investorkaitse tagaja

Väärtpaberituru regulatsioon ja sellega kaasnev järelevalve on suunatud osalejatele, kes kaasavad kapitali, haldavad riske ja otsivad tulu finantsturgudel, ning eelnevaga seotud infrastruktuuridele ja vahendajatele. Finantsturud ja nendes osalejad omavad seega mitmeid funktsioone, nagu näiteks kapitali kaasamisele kaasaaitamine ja sellega seotud kulude vähendamine, riskide hajutamise hõlbustamine jne.⁵⁶ Olgugi, et regulatsiooni erinevad kimbud, mis tegelevad finantsturgude eri segmentidega, omavad kitsamalt vaadatuna eraldiseisvad eesmärgid tulenevalt reguleerimisesemest, lähtuvad need kõik sarnastest üldisematest kaalutlustest. Nendeks kaalutlusteks on olnud eelkõige toetada turgude efektiivsust (tõhusust), läbipaistvust ja toimivust, ning tagada investorite/tarbijate kaitse.⁵⁷ Kuivõrd ICO kaudu kapitali kaasamine on vähemalt majanduslikus mõttes väga sarnane kapitali kaasamisele kapitaliturgudelt, on magistritöö autori hinnangul põhjendatud võtta *utility token*'ite avaliku pakkumise reguleerimisel lähtekohaks kapitaliturgude regulatsioon, selle eesmärgid ning nende eesmärkide saavutamisele orienteeritud erinevad vahendid avalik-õigusliku regulatsiooni näol, ning hinnata nende õigustatust ja kohasust ICO'de kontekstis *utility token*'ite avalikul pakkumisel.

Regulatiivse sekkumise (finantsturgudesse) traditsiooniline neoklassikaline majanduspõhine analüüs tugineb sekkumise õigustamisel turutõrgete kõrvaldamisele (tõrked turgude isereguleerimismehhanismides, mis takistavad ressursside efektiivset jaotumist).⁵⁸ Väärtpaberiturgude kontekstis seonduvad suurimad turutõrked informatsiooni asümmeetria ja välismõjudega (st heaolu vähendavate tagajärgedega, mis tulenevad teise isiku tegevusest⁵⁹). Eelnevast tulenevat on N. Maloney eristanud väärtpaberiturgude kontekstis kahte suuremat (turutõrkeid) korrekteriva regulatsiooni perekonda: 1) tegevust reguleeriv, mis seondub eelkõige klientide ja turu poole suunatud tegevusega; ning 2) usaldatavust tagav, mis on suunatud nii finantsturgude osaliste kui ka laiemalt kogu finantssüsteemi stabiilsuse ja usaldusväärsuse tagamisele, keskendudes eelkõige riski haldamisele ja reguleerimisele.

⁵⁶ R. Levine. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. 35 Journal of Economic Literature. 1997. Lk 688.

⁵⁷ Vt B. Black. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. 48 UCLA LR. 2001. Lk 781. International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Mitigating Systemic Risk. A Role for Securities Regulators. 2011 IOSCO Systemic Risk Report. 2011. Arvutivõrgus: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD347.pdf> (19.04.2019).

⁵⁸ N. Moloney. EU Securities and Financial Markets Regulation. Oxford European Union Law Library. 2016. Lk 2.

⁵⁹ Näiteks ühe turuosalise maksejõuetus võib kaasa tuua ebastabiilsuse turul.

Tegevust reguleeriv osa kujutab endast eelkõige avalikustamise ja läbipaistvuse tagamisega seotud vahendeid, mil usaldatavust tagav osa hõlmab endas rohkem sekkuvaid vahendeid, eelkõige kapitalinõudeid.⁶⁰ Konkreetse regulatsiooni laad ja (sekkumise) intensiivsus sõltuvad eeskätt sellest, millist turuosalist reguleeritakse. Näiteks mittefinantsteenuseid pakkuvatest ettevõtetest emitendid ei kujuta endast ohtu turu stabiilsusele, vaid on pigem mitmete avalikustamismõnede subjektideks, eesmärgiga tagada turu tõhusus.

Magistritöö autori arvates on *utility token*'ite avaliku pakkumise kontekstis küsitav regulatsiooni usaldatavust tagava funktsiooni olulisus. Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve hinnangul ei kujuta kogu krüptovarade turg (sh krüptovaluutad, mis moodustavad sellest turust suurima osa) hetkel ohtu finantsstabiilsusele. Seda eelkõige põhjusel, et krüptovarade turg on endiselt võrdlemisi väike võrrelduna globaalse finantssüsteemiga ning omab vähest seotust traditsiooniliste finantsturgudega. 2018. a lõpu seisuga oli kogu krüptovarade turukapitalisatsiooniks umbes 130 miljardit US dollarit, võrrelduna näiteks S&P500 turukapitalisatsiooniga, mis oli 22 triljonit US dollarit.⁶¹ Arvestades, et ICO'de raames kaasatud kapitali kogumahuks hinnatakse 2018. aastal 11,4 miljardit US dollarit⁶², on ilmselge, et ainuüksi ICO turg ja selles osalejad nende mahtude juures ohtu finantsstabiilsusele ei kujuta. Magistritöö autori teada puuduvad täpsed andmed hindamaks *utility token*'ite avaliku pakkumise teel kaasatu raha osakaalu ICO'de kogumahust. Samas ei oma see ka antud järelduse tegemisel tähtsust, sest kogu ICO'de abil kaasatud kapitali mahtu hinnatakse järelevalveasutuse poolt liiga väikeseks, et kujutada ohtu finantsstabiilsusele. Küll aga on magistritöö autori hinnangul põhjendatud tegevust reguleeriva regulatsiooni eesmärkide põhjalikum käsitlemine, keskendudes eelkõige avalikustamiskohustusel, tulenevalt ulatuslikust informatsiooni asümmeetriast *utility token*'i investorite ja emitendi vahel ning sellest tingitud riskidest, millele investorid avatud on.

Euroopa väärtpaberituru kontekstis võib investorkaitse tagamiseks kehtestatud ja avalikustamiskohustusel põhineva avalik-õigusliku regulatsiooni lipulaevaks pidada uut prospektimäärust⁶³, mis omas täies hiilguses jõustub 21. juulil 2019. aastal. Viiteid sellele, et prospektimääruse roll on muuhulgas olla investorkaitse tagaja, leiab prospektimääruse preambulist mitmest kohast sõnaselgelt. Näiteks: „käesoleva määruse eesmärk on tagada investorite kaitse ja turu tõhusus, samal ajal tõhustades kapitali siseturgu. Sellise teabe

⁶⁰ N. Moloney (viide 58). Lk 2.

⁶¹ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 17.

⁶² D. Pozzi (viide 5).

⁶³ Prospektimäärus (viide 10).

esitamine, mis vastavalt emitendi ja väärtpaberite olemusele on vajalik selleks, et investorid saaksid teha teadliku investeerimisotsuse, tagab koos äritegevuse reeglitega investorite kaitse. Peale selle on selline teave tõhus vahend väärtpaberite vastu usalduse suurendamisel, aidates seeläbi kaasa väärtpaberiturgude nõuetekohasele toimimisele ja arengule. Sobiv viis teabe kättesaadavaks tegemiseks on prospekti avaldamine“⁶⁴ (preambula punkt 7). Muuhulgas on prospektimääruse preambula punktis 3 sõnaselgelt viidatud ühele magistritöös käsitletud finantsturgudele omase turutõrke, informatsiooni asümmetria, kõrvaldamise eesmärgile: „teabe avalikustamine väärtpaberite avalikul pakkumisel või nende reguleeritud turul kauplemisele võtmisel on väga oluline, et kaitsta investoreid, kaotades teabe ebasümmeetria nende ja emitentide vahel“⁶⁵.

Ülaltoodud prospektimääruse preambulist võetud tsitaatide põhjal saab kokkuvõtvalt järeldada, et prospektimääruse üheks peamiseks eesmärgiks on kaitsta investoreid, tehes seda läbi teabe asümmetria kaotamise investorite ja emitendi vahel avalikustamiskohustuse abil ja prospekti avaldamise näol, mille tulemusel esitaksid emitendid investoritele sellise teabe, mis vastavalt emitendi ja väärtpaberite olemusele on vajalik selleks, et investorid saaksid teha teadliku investeerimisotsuse.

Täiendavalt ilmneb samadest tsitaatidest ka teine väga oluline prospektimääruse eesmärk, mis samuti seondub investorkaitse ja avalikustamiskohustusega, milleks on nimelt turu tõhususe tagamine. Turu tõhususe (inglise keeles *market efficiency*) all peetakse väärtpaberiturgude kontekstis silmas taset või määra, millises osas väärtpaberi hind peegeldab kogu saadaval olevat ja asjakohast informatsiooni.⁶⁶ Nagu M. Hint on välja toonud, siis kuna erinevalt enamikest teistest majanduses ringlevatest kaupadest puudub väärtpaberitel omaväärtus (inglise keeles *intrinsic value*), siis on väärtpaberi tegeliku väärtuse kohta käiv informatsioon väärtpaberiturgudel hinnaliseks kaubaks.⁶⁷ M. Hint näitlikustab seda mõtet hästi oma artiklis järgnevalt: „lihtsustatult öeldes mõistetakse väärtpaberi tegeliku väärtuse all selle omaniku diskonteeritud tulu, mis tekib väärtpaberi omamisest tulevikus. See tulu omakorda sõltub väärtpaberi emitendi rahavoogudest tulevikus. Arusaadavalt on tulevikus toimuvad sündmused alati ebaselged ning sõltuvad erinevatest riskidest. Ainult täiuslikult informeeritud investor

⁶⁴ Prospektimäärus (viide 10).

⁶⁵ Prospektimäärus (viide 10).

⁶⁶ Investopedia. Market Efficiency. Arvutivõrgus: <https://www.investopedia.com/terms/m/marketefficiency.asp> (27.04.2019).

⁶⁷ M. Hint. Avalikustamiskohustuse vajalikus väärtpaberituru õiguses. Õiguse majandusteaduslik analüüs. Juridica I/2005. Lk 63.

suudaks ennustada tulevikku täpselt ning seega määrata väärtpaberi tegelikku väärtust veatult. Tegelikus elus on investoritel tuleviku sündmuste kohta mittetäielik informatsioon ning nad peavad väärtpaberi väärtuse määrama selle põhjal. Seega on informatsioon väärtpaberi emitendi minevikusündmuste ja tulevikuplaanide, tema juhtide võimete ja muu taolise kohta väärtpaberiturul suure väärtusega, sest selline info lisab investeerimisotsustele täpsust⁶⁸. Kusjuures informatsiooni mittetäielikkus ongi magistritöö autori hinnangul see, mis võimaldab eri interpretatsioone väärtpaberi subjektiivse väärtuse osas ja tagab kaubeldavuse (investorite vahel). Kui mõni investor hindab kogu saadaval oleva informatsiooni põhjal väärtpaberi väärtust kõrgemaks kui on selle väärtpaberi turuhind sel ajahetkel, on ta motiveeritud seda väärtpaberit turuhinnaga soetama ja vastupidi.

Eelneva põhjal saab magistritöö autori hinnangul järeldada, et kahtlemata on väärtpaberiturgude regulatsiooni üheks peamiseks eesmärgiks investorkaitse tagamine, mille poole peaks püüdlema peatükis 1.1.2 toodud põhjustel ka ICO'dele ehk *utility token*'ite avalikele pakkumistele kohalduv regulatsioon. Minnes põhjalikumaks, on võimalik tuvastada väärtpaberiturgude regulatsiooni kaks kitsamat eesmärki investorkaitse tagamisel: 1) informatsiooni asümmeetria vähendamine; ning 2) turu tõhususe tagamine. Informatsiooni asümmeetriat on peetud oluliseks vähendada eelkõige sel põhjusel, et investorid saaksid teha teadliku investeerimisotsuse. Nimelt on vaikinisi (ilma avalik-õigusliku sekkumiseta) tegemist turutõrkega, mis takistab ressursside efektiivset jaotumist. Investoritele ei ole suures ulatuses kolmandatest allikatest kättesaadav see teave, mida nad teadliku investeerimisotsuse tegemiseks vajavad. See teave on aga olemas emitendil. Nagu *utility token*'ite puhul, seondub ka traditsioonilistesse väärtpaberitesse investeerimine erinevate riskidega, millest peaksid investorid teadliku investeerimisotsuse tegemiseks teadlikud olema. Samas ei pruugi emitent alati kõikide riskide väljatoomisest huvitatud olla, sest see võib omakorda mõjutada emitendi jaoks kaasatava kapitali hinda.⁶⁹ Sel põhjusel on peetud põhjendatuks sekkuda avalik-õigusliku regulatsiooniga, ning investorite kaitseks emitentidele avalikustamiskohustus kehtestada. Magistritöö autori hinnangul on seegi kitsam eesmärk kohane *utility token*'ite avalike pakkumiste kontekstis, ning õigustaks nende reguleerimist kas väärtpaberituruõigusega või alternatiivselt, väärtpaberituru regulatsioonist lähtuvalt. Turu tõhususe, teisisõnu efektiivsuse, tagamine läbi avalikustamiskohustuse on traditsiooniliste väärtpaberite puhul oluline just seetõttu, et väärtpaberitel puudub omaväärtus. Nagu M. Hint on näitlikustanud, siis sõltub

⁶⁸ M. Hint (viide 67).

⁶⁹ KPMG Cost of Capital Study 2017. Diverging markets – converging business models. 2018. Lk 44. Arvutivõrgus: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ch/pdf/cost-of-capital-study-2017-en.pdf> (29.04.2019).

väärtpaberi väärtus selle omanikule tekkivast tulust tulevikus, mis omakorda sõltub emitendi rahavoogudest tulevikus.⁷⁰ Kui seda mõttekäiku veel edasi arendada, siis võiks väita, et emitendi tuleviku rahavood sõltuvad omakorda suuresti, kuid mitte ainult, emitendi kõrgema juhtkonna otsustest ja püstitatud strateegiatest. Igal juhul on avalikustamiskohustus kitsamalt, ning väärtpaberituru regulatsioon laiemalt, keskse tähtsusega väärtpaberi õiglase hinna kujunemisel, mis peaks omakorda tagama väärtpaberi kaubeldavuse.⁷¹ Siinkohal tõusetub küsimus sellest, kas ka *utility token*'ite avalikule pakkumisele kohalduva regulatsiooni eesmärk peaks olema (järel-)turu tõhususe tagamine. Õiguskirjanduses leidub seisukohti, mille kohaselt ei peaks *utility token*'ite avalikule pakkumisele kohalduma väärtpaberituru regulatsioon, ning mh on põhjendusena keskendunud just sellele, et *utility token*'ite väärtus järelturul ei sõltu ei *utility token*'eid emiteerinud emitendist, tema tuleviku rahavoogudest, ega ka süsteemi, milles kasutamiseks *utility token*'id mõeldud on, käekäigust.⁷²

Järelikult, otsustamaks väärtpaberiturgude regulatsiooni sobivuse üle investorkaitse tagamisel kapitali kaasamisel ICO raames *utility token*'ite avaliku pakkumise teel, on oluline hinnata *utility token*'eid täpsemalt, keskendudes muuhulgas *utility token*'ite poolt väljendatavatele õigustele ning hinna kujunemisele järelturul. Sellest, kas *utility token*'id sarnanevad väärtpaberitele ka sisuliselt sõltub ka väärtpaberituru regulatsiooni kohasuse ulatus. Magistritöö autori hinnangul saab rääkida väärtpaberituru regulatsiooni täielikust kohasusest *utility token*'ite investorite kaitse tagamisel ainult sellisel juhul, kui *utility token*'id ka sisuliselt traditsioonilistele väärtpaberitele sarnanevad. Seda eelkõige põhjusel, et kui jõuda järeldusele, et väärtpaberituru regulatsioon on *utility token*'ite investorite kaitse tagamisel tervikuna sobiv, oleks põhjendatud järeldus *utility token*'ite avaliku pakkumise viimine kehtiva väärtpaberituru regulatsiooni alla, näiteks laiendades väärtpaberi definitsiooni kehtivas õiguses. See tooks kaasa aga selle, et *utility token*'itele ei kohalduks mitte ainult avaliku pakkumise regulatsioon (Euroopa Liidus prospektidirektiiv) vaid väärtpaberituru regulatsioon tervikuna. Seega aga nõuaks täiendavat ja palju laiaulatuslikumat analüüsi väärtpaberituru regulatsiooni sobivuse osas *utility token*'ite reguleerimisel tervikuna, mis igal juhul väljub käesoleva magistritöö raamidest. *Utility token*'ite sisulist määratlust väärtpaberituruõiguse kontekstis on käsitletud magistritöö 2. peatükis.

⁷⁰ M. Hint (viide 67).

⁷¹ I. Chiu. Decoupling *tokens* from trading: reaching beyond investment regulation for regulatory policy in initial coin offerings. 265 International Business Law Journal. 2018. Lk 6.

⁷² Vt I. Chiu (viide 71). Lk-d 8-9.

1.2.2. *Utility token*'ite avaliku pakkumisel kohalduv regulatsioon kui kapitali kaasamise piirang

Eelmine peatükk keskendus regulatsiooni eesmärkidel investorite kaitse tagamisel, mis on kahtlemata oluline ja õilas eesmärk. Samas, seda, mida rohkem seadusandja keskendub investorkaitse tagamisele, ning mida rohkem avalik-õiguslikke kohustusi, nt avalikustamiskohustusi, emitentidele kehtestab, seda koormavam ja omakorda kulukam kapitali kaasamine emitendi jaoks on. Seega ei tohi seadusandja ära unustada regulatsiooni laiemaid eesmärke, milleks nt kapitaliturgude regulatsiooni kontekstis on lisaks investorite kaitmisele ka kulutõhusal viisil kapitaliturgudele juurdepääsu lihtsustamine, eelkõige väikestele ja keskmistele ettevõtetele.⁷³

Sellest lähtuvalt on näiteks uue prospektimäärusega kehtestatud eriomane ja proportsionaalne kasvuprospekti kord, millele saaksid tugined need väiksemad ettevõtjad, kes soovivad raha kaasata kasvuturgudel, milleks Eesti kontekstis võib pidada näiteks alternatiivturgu Nasdaq First North. Kusjuures kasvuprospektide osas on prospektimääruse preambulas eraldi rõhutatud, et kasvuprospekti sisunõuete (st avalikustamiskohustuse) kohandamisel tuleb leida sobiv tasakaal finantsturgudele kulutõhusa juurdepääsu ja investorite kaitse vahel.⁷⁴ Sarnasel kaalutlusel on prospektimääruses kehtestatud ka erand selliste väärtpaperite avalike pakkumiste osas, mille müügihind liidus on kokku alla 1 000 000 euro – sellised pakkumised on prospekti koostamise kohustusest vabastatud, ning seda eelkõige põhjusel, et määruse kohase prospekti koostamise kulud ei peeta sellisel juhul pakkumise kavandatud tuluga tõenäoliselt proportsionaalseks.⁷⁵

Euroopa Väärtpaperiturujärelevalve on leidnud, et kui asjakohased kaitsemeetmed on paigas, võivad ICO'd kujutada endast kasulikku alternatiivset rahastusallikat plokiahela start-up'idele ning teistele innovaatilistele äridele, kelle puhul oleks läbi traditsiooniliste rahastamiskanalite kapitali kaasamine raskendatud või kallis. ICO'd võivad samuti võimaldada kiiret ja efektiivset viisi raha kaasamiseks mitmekesiselt investorbaasilt.⁷⁶ Investorite poolt vaadatuna võiksid ICO'd endast kujutada atraktiivset, kuid riskantset, investeerimisvõimalust, sealhulgas väiksemate investorite jaoks, kes üldjuhul ei pääse ligi varajase järgu investeringutele.⁷⁷

⁷³ Prospektimäärus, preambula punkt 43.

⁷⁴ Prospektimäärus, preambula punkt 51.

⁷⁵ Prospektimäärus, preambula punkt 12.

⁷⁶ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 17, lg 70.

⁷⁷ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 18, lg 71.

Samas, kui traditsioonilise kapitalituru regulatsiooni hiljutisemaid väljakutseid on olnud leida õiglane ja efektiivne tasakaal üheltpoolt investorite kaitse ja teiselt poolt kulutõhusal viisil väikesematele ettevõtetele kapitaliturgudele juurdepääsu lihtsustamise vahel, siis magistritöö autori hinnangul seisneb ICO'de kontekstis laiemalt (sh *utility token*'ite avaliku pakkumise korral) taasakaalu leidmisel probleem mujal. Konsultatsiooni- ja audiitorettevõtte PwC poolt koostatud raporti kohaselt kaasati ICO'dega 2018. aastal keskmiselt 25,5 miljonit US dollarit ühe emissiooni raames. 2017. aastal oli see summa küll põhimõtteliselt poole väikesem, kuid sellegipoolest märkimisväärsed 12,8 miljonit US dollarit keskmiselt ühe emissiooni kohta.⁷⁸ Selline keskmine ICO ületaks kõik prospektimääruses kehtestatud erandite ülemmäärad⁷⁹ ning prospektimäärus kohalduks oma täies hiilguses. Sellest tulenevalt kahtleb magistritöö autor selles, kas seadusandja peaks ICO'de reguleerimisel keskenduma just eelkõige kõige kulutõhusamal viisil investorite kaitse tagamisele. Loomulikult, iga avalik-õiguslik regulatsioon peab nii vähe kui võimalik subjekti koormama, kuid magistritöö autori hinnangul peaks ICO'de puhul fookuse esmajoones suunama hoopis teisele murekohale, ning seejärel kaaluma seda, kas investorite kaitse arvelt on põhjust regulatsiooni emitentide jaoks „lõdvendada“, et edendada kapitali kaasamist *utility token*'ite avaliku pakkumise kaudu.

Nimelt, traditsiooniline kapitalituruõigus on ajalooliselt lähtunud, ja lähtub endiselt, sellest, et informatsiooni asümmeetria vähendamiseks ja väärtpaberi hinna õiglaseks kujundamiseks tuleb keskenduda eelkõige minevikusündmustel, mille põhjal teha prognoose tulevikusündmuste osas.⁸⁰ Seda ka kapitaliturult raha kaasates prospekti koostades – rõhuasutus on märkimisväärses ulatuses alati olnud minevikusündmustel.⁸¹ Kusjuures, M. Koolmeister on 2003. aastal vastu võetud prospektidirektiivi⁸² rakendamise kohta kirjutatud Juridica artiklis viidanud, et õiguskirjanduses on põhjendatud minevikuandmetele keskendumist selliste andmete 1) saamise väheste kuludega, 2) parima võrreldavusega eri ettevõtjate vahel ning 3) kergeima kontrollitavusega.⁸³

Samas, ICO'sid ja nende abil kaasavaid ettevõtteid iseloomustab tihti see, et kapitali kaasatakse pelgalt idee pinnalt. Nagu magistritöö autor on ka peatükis 1.1.2 ühe riskina välja toonud, võib

⁷⁸ PwC. Initial Coin Offerings – A strategic perspective. Strategy&. 28.06.2018. Arvutivõrgus: https://cryptovalley.swiss/wp-content/uploads/20180628_PwC-S-CVA-ICO-Report_EN.pdf (28.04.2019).

⁷⁹ Vastavalt 1 000 000 eurot (prospektimääruse artikkel 1 lg 3) ja 8 000 000 eurot (prospektimääruse artikkel 3 lg 2 punkt b).

⁸⁰ Vt selle kohta täpsemalt M. Hint (viide 67).

⁸¹ M. Koolmeister. Uus prospektidirektiiv ja selle rakendamine Eesti õiguses. Juridica II/2006. Lk 123.

⁸² Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta. – EÜT, L 345, 31/12/2003 lk 0064-0089.

⁸³ M. Koolmeister (viide 81). Lk 123, viide 47.

olemasoleva informatsiooni hulk projekti ja emitendi kohta piiratud olla, sest mõlemad on enamasti ICO korraldamise hetkeks väga varajases arengustaadiumis. Seega puudub teave minevikusündmuste kohta, mida avaldada, sest vastavaid minevikusündmusi ei eksisteeri. Järelikult ei ole võimalik selle pinnalt ka mingeid põhjendatud järeldusi/ootusi tulevikusündmuste osas kujundada. Seega peitub magistritöö autori hinnangul ICO'de puhul väljakutse hoopis selles, kuidas tagada investorite kaitse olukorras, kus olemasoleva informatsiooni hulk on piiratud, vaatamata sellele, kui detailseid ja mahukaid avalikustamiskohustusi kehtestada. Arvestades kõige „soodsamate“ andmete puudumist minevikuandmete näol, võib paratamatult olla põhjendatud selline lähenemine, kus investorkaitse vajadus kaalub üle kulutõhusal viisil kapitali kaasamise lihtsustamise, ning avalikustamiskohustuse sisu keskendub tulevikusündmustel ja -plaanidel, mille produtseerimise kulu võib ületada olemasolevate andmete presenteerimise kulu.

2. UTILITY TOKEN'I SISULINE MÄÄRATLUS VÄÄRTPABERITURGUDE REGULATSIOONI KONTEKSTIS

2.1. Väärtpaberi määratlus väärtpaberiturgude regulatsioonis

2.1.1. Väärtpaberi määratlus Euroopa Liidu prospektimääruses

Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve on oma 2019. aasta alguses avaldatud juhises tõdenud, et osad *token*'id võivad langeda juba praegu Euroopa Liidu finantsregulatsiooni kohaldamisalasse, mil osad ei pruugi, ning seadusandjad peaksid kaaluma, kas esineb vajadus nende toomiseks olemasoleva finantsregulatsiooni alla, arvestades selliste *token*'itega kaasnevaid ohtusid seadusandja eesmärkide saavutamisele investorkaitse, finantsstabiilsuse ja turu usaldusväärsuse tagamisel.⁸⁴ Kuivõrd krüptovarade ulatus on mitmekülgne ning paljudel võib esineda hübriid-omadusi, usub Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve, et nende õiguslikuks kvalifitseerimiseks ei ole „kõigile ühe mõõdupuuga“ lahendust.⁸⁵

Kui ICO raames avalikkusele pakutav *token* kvalifitseerub väärtpaberina, on tõenäoliselt tegemist väärtpaberi avaliku pakkumisega ning ICO kaudu kapitali kaasamisele kohaldub Euroopas prospektimäärus. Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve läbiviidud küsitluse tulemusel leidis suurem enamus liikmesriikide järelevalveasutusest, et *token*'id, mis väljendavad endas nt õigust kasumile, võivad kvalifitseeruda siseriikliku õiguse alusel väärtpaberina.⁸⁶ Üldistatud järeldusena võib välja tuua, et kõik *token*'id, mis kujutavad endast käesoleva magistritöö peatükis 1.1.1 määratletud väärtpaber *token*'it, võivad kvalifitseeruda väärtpaberina. Olgugi, et väärtpaber *token*'id ei ole käesoleva magistritöö uurimisesemeks, on ka *utility token*'ite sisulise määratluse käsitlemisel väärtpaberiturgude regulatsiooni kontekstis oluline välja selgitada, millistele tingimustele ja omadustele vastavaid instrumente käsitletakse traditsiooniliste väärtpaberitena. Selleks on magistritöös järgnevalt käsitletud Euroopa Liidu prospektimäärusest tulenevaid suures osas formaalseid tingimusi prospektimääruse reguleerimisalasse kuuluvate väärtpaberite kvalifitseerimiseks. Täiendavalt leiab käsitlust Ameerika Ühendriikide kohtute ja väärtpaberi- ja börsikomisjoni (inglise keeles *Securities Exchange Commission*, lühendatult SEC) poolt instrumentide (sh *token*'ite) väärtpaberitena kvalifitseerimisel laialdaselt kasutatav Howey test⁸⁷, mida võib pidada sisulisemaks, kui Euroopa Liidu lähenemist prospektimääruses toodud väärtpaberite definitsiooni näol. Magistritöö autori hinnangul võimaldab mõlema lähenemise kombineerimine *utility token*'ite sisulisel määratlemisel nende igakülgset ja terviklikumat käsitlust.

⁸⁴ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 13, lg 44.

⁸⁵ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 4, lg 5.

⁸⁶ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 4-5, lg 5.

⁸⁷ N. Crosser (viide 11). Lk 397.

Prospektimääruse artikli 2 punktis a) on defineeritud väärtpaberid kui direktiivi 2014/65/EL⁸⁸ (edaspidi MiFID II) artikli 4 lõike 1 punktis 44 määratletud vabalt võõrandatavad väärtpaberid. Vabalt võõrandatavat väärtpaberit on MiFID II artikli 4 lõike 1 punktis 44 omakorda defineeritud kui sellist liiki väärtpaberit, mis on kapitaliturul kaubeldav, välja arvatud maksevahend, näiteks:

- a) Äriühingute aktsiad, osad ja muud väärtpaberid, mis on samaväärsed äriühingute, seltsingute või muude üksuste aktsiate või osadega, ning aktsiate hoidmistunnistused;
- b) Võlakirjad või muus vormis väärtpaberistatud võlad, sealhulgas selliste väärtpaberite hoidmistunnistused;
- c) Muud väärtpaberid, mis annavad õiguse omandada või võõrandada selliseid vabalt võõrandatavaid väärtpabereid või millest tuleneb rahaline arveldus, mille kindlaksmääramise aluseks on vabalt võõrandatavad väärtpaberid, valuutad, intressimäärad või tootlused, kaubad või muud indeksid või näitajad.

Seega seab MiFID kolm formaalset ja ühe sisulise kriteeriumi, millele alusel vabalt võõrandatavaid väärtpabereid määratleda⁸⁹: formaalseteks kriteeriumiteks on (i) vabalt võõrandatavus, (ii) standardiseeritus ja (iii) kapitaliturul kaubeldavus⁹⁰.

Vaba võõrandatavus tähendab seda, et konkreetset ühikut on võimalik teisele isikule üleüldse üle anda, olenemata sellest, kas eksisteerib mingi tunnistus või dokument, mis ühiku olemasolu tõendaks. Kui näiteks tehnilistel põhjustel ei ole võimalik *utility token*'it teisele isikule üle anda, ei oleks vabalt võõrandatavuse kriteerium tõenäoliselt täidetud.

Täiendavalt peaksid *utility token*id MiFID II mõistes väärtpaberina kvalifitseerumiseks olema kapitaliturul kaubeldavad. Selle kriteeriumi saab omakorda jagada kaheks kumulatiivseks kriteeriumiks. Esiteks peab *utility token* olema üleüldse kaubeldav ja teiseks peab see kaubeldavus leidma aset kapitaliturul. Kui võõrandatavus tähendas seda, kas konkreetse

⁸⁸ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud). – ELT L 173, 12.06.2014, lk 349-496.

⁸⁹ Blockchain Bundesverband. Statement on Token Regulation with a focus on token sales. Finance Working Group. Saksamaa. Lk 6. Arvutivõrgus: https://bundesblock.de/wp-content/uploads/2019/01/180209_Statement-Token-Regulation_blockchain-bundesverband.pdf (30.04.2019).

⁹⁰ Kaubeldavus kujutab endast omakorda võõrandatavuse ühte alaliiki.

väärtpaberi omandiõigust on võimalik teisele isikule üleüldse üle anda, siis kaubeldavuse kriteerium on seotud pigem sellega, kui lihtne on väärtpaberit võõrandada.⁹¹ Selleks, et väärtpaber saaks olla kaubeldav, peab ta olema ka vabalt võõrandatav. Euroopa Komisjon on selgitanud väärtpaberi kaubeldavuse mõiste osas, et kui väärtpaber on noteeritud reguleeritud turul või mitmepoolses kauplemissüsteemis, on kindlasti kaubeldavuse kriteerium täidetud. Samas on Euroopa Komisjon toonud esile, et ka juhul kui väärtpaber ei ole noteeritud reguleeritud turul või mitmepoolses kauplemissüsteemis, kuid on vabalt võõrandatav kindlaksmääratud reeglite alusel, võib kaubeldavuse kriteerium olla täidetud. Siinjuures on oluline rõhutada, et Euroopa Komisjoni hinnangul ei ole vaja, et konkreetne väärtpaber oleks kauplemisele võetud, vaid piisab sellest, kui sellist liiki väärtpaberitega on võimalik kaubelda.⁹² Sellest võib järeldada, et *utility token*ite puhul on tõenäoliselt kaubeldavuse kriteerium täidetud, kuivõrd neid on võimalik pärast ICO käigus emiteerimist noteerida mõnel krüptovaluutade kauplemissüsteemil, kus on tagatud nende vabalt võõrandatavus (kauplemissüsteemi poolt) kindlaksmääratud reeglite alusel.

See, kas *utility token*'id on kaubeldavad ka kapitaliturul, nii selge ei ole. Kahjuks ei sisalda MiFID II kapitalituru legaalse definitsiooni ning selle defineerimise osas väärtpaberi definitsiooni kontekstis ei ole suuniseid andnud ei Euroopa Komisjon ega Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve. Õiguskirjanduses käsitletakse terminit kapitaliturg laiemas kapitaliturgude regulatsiooni kontekstis ja on jõutud järeldusele, et kapitaliturg on selline turg, kus on võimalik kaubelda võla- ja omakapitaliinstrumentidega.⁹³ Seega eristatakse kapitaliturgu näiteks rahaturust, valuutaturust ja tuletisinstrumentide turust. Turgude eristamist seal kaubeldava alusel toetab ka Euroopa Kohtu praktika.⁹⁴ Järelikult ei kujuta mitte iga likviidne turg endast kapitaliturgu ning määrav võiks olla see, kas seal kaubeldakse võla- ja omakapitaliinstrumentidega või mitte. Seda, kas krüptovaluutade kauplemissüsteemid moodustavad osa kapitaliturust või mitte, on keeruline hinnata. See sõltub eelkõige sellest, millised *token*'id on platvormidele kauplemisele võetud, mis omakorda eeldab detailset õigusliku hinnangut iga platvormil kaubeldava *tokeni* osas. Isegi kui osa platvormil kaubeldavatest *token*'itest võiks olla väljendavate õiguste põhjal kvalifitseeritavad võla- või omakapitaliinstrumentidena (väärtpaber *token*'id), ei ole selge, kas asjaolu, et platvormil on samaaegselt kauplemisel ka *utility token*'id, mis võla- ja omakapitaliinstrumentiks ei

⁹¹ Bundesverband (viide 89). Lk 6.

⁹² European Commission. Q&A on MiFID. Vt nt lk-d 22 ja 40. Arvutivõrgus: https://ec.europa.eu/info/file/80605/download_en?token=eUK6oZzj (17.04.2019).

⁹³ Bundesverband (viide 89). Lk 6.

⁹⁴ EKo C-97/98, *Peter Jägerskiöld v Torolf Gustafsson* (p-d 34, 36).

kvalifitseeru, ja krüptovaluutad, mõjutab platvormi käsitlemist kapitalituruna või mitte. Magistritöö autor kaldub arvama, et käesoleval hetkel tegutsevaid suuremaid krüptovaluutade vahetusplatvorme kapitalituruna käsitlema ei peaks. Seda eelkõige seal kaubeldavate krüptovaluutade nagu Bitcoin suure arvulise ülekaalu tõttu.⁹⁵

Kolmas formaalne kriteerium, mille MiFID II artikli 4 lõige 1 punkt 44 vabalt võõrandatavale väärtpaberile seab on standardiseeritus. See tähendab seda, et *utility token* peaks moodustama eraldiseisva liigi, mida iseloomustavad ühised tunnusjooned, mille alusel on võimalik *utility token*'eid samaliigiliseks liigitada ja teistest eristada.⁹⁶ Ei ole kahtlust, et *utility token*'ite puhul on see kriteerium täidetud. Küsimus seisneb aga magistritöö autori hinnangul eelkõige selles, milliste ühiste tunnusjoonte alusel *utility token*'ite standardiseeritust tuvastada ning sellest tulenevalt vajadusel neid eristada. Kui võtta ühiseks tunnusjooneks *utility token*'ite väljendatav kasutusväärtus, võiks kõik *utility token*'id selle alusel moodustada ühe eraldiseisva instrumendi liigi, mille alusel lugeda neid standardiseerituks. Samas on võimalik käsitluses minna ka detailsemaks, ning vaadata *utility token*'i poolt väljendatavaid õiguseid täpsemalt, st millist konkreetset kasutusotstarvet nad väljendavad. Sellise lähenemise korral võiksid *utility token*'id teoreetiliselt moodustada mitmeid eraldiseisvaid liike. Samas võib magistritöö autori hinnangul jätta selle antud hetkel lahtiseks, sest olenemata sellest, kas põhjendatud on *utility token*'ite käsitlemine kogumis ühe instrumendi liigina või eraldi liikidena tulenevalt konkreetsetest väljendatavatest õigustest, saab *utility token*'ite puhul standardiseerituse kriteerumi lugeda täidetuks igal juhul.

Lisaks kolmele eelnevale formaalsele kriteeriumile, viitab MiFID II artikli 4 lõige 1 punkt 44 ka funktsionaalsuse alusel võrreldavusele nimetatud sättes toodud instrumentidega. Seega kvalifitseerimaks mõnda uut investeerimisinstrumenti, nagu näiteks *utility token*'it, vabalt võõrandatava väärtpaberina, tuleb vaadata ka MiFID II artikli 4 lõike 1 punktis 44 toodud mitteamendavat loetelu instrumentidest, mis kindlasti kujutavad endast vabalt võõrandatavad väärtpaberit MiFID II tähenduses.⁹⁷ Need saab laias laastus jagada kolmeks: i) aktsiad/osad (inglise keeles *shares*) ja samaväärsed väärtpaberid; (ii) võlakirjad ja muud väärtpaberistatud võlad; ning (iii) optsioonid (ehk väärtpaberid, mis annavad õiguse omandada või võõrandada vabalt võõrandatavaid väärtpabereid) ja tuletisinstrumendid (ehk väärtpaberid, millest tuleneb rahaline arveldus, mille kindlaksmääramise aluseks on vabalt võõrandatavad väärtpaberid või

⁹⁵ Vt selles osas viide 47.

⁹⁶ Bundesverband (viide 89). Lk 7.

⁹⁷ Bundesverband (viide 89). Lk 7.

muud näitajad). Ei ole küsimust, et *utility token*'id, mis täidavad nii vabalt võõrandatavuse, kaubeldavuse, kui ka standardiseerituse kriteeriumi, ning on lisaks võrreldavad ülaltoodud näidetega, peaksid olema käsitletavad väärtpaberitena MiFID II mõttes. Küsimus vabalt võõrandatava väärtpaberina kvalifitseerumise osas tekib eelkõige siis, kui *utility token* täidab küll kõik kolm formaalset kriteeriumit (vabalt võõrandavus, kaubeldavus ja standardiseeritus), kuid ei ole võrreldav ühegi MiFID II artikli 4 lõike 1 punktis 44 toodud loetelus oleva instrumendiga. See tähendab – kas loetelu näol on tegemist eraldiseisva sisulise kriteeriumiga, mille täidetavusest (st instrument on võrreldav loetelus toodud instrumentidega) piisab selleks, et kvalifitseerida konkreetne instrument vabalt võõrandatava väärtpaberina MiFID II mõttes ilma täiendava vajaduseta kontrollida kolme formaalse kriteeriumi täidetavust (alternatiivne kriteerium), või on tegemist täiendava kriteeriumiga lisaks kolmele formaalsele kriteeriumile, mis peavad kõik üheaegselt täidetud olema, et vastavat instrumenti kvalifitseerida vabalt võõrandatava väärtpaberina MiFID II mõttes (kohustuslik kriteerium). Ühe seisukohana on õiguskirjanduses jõutud järeldusele, et võrreldavus kujutab endast täiendavat kohustuslikku kriteeriumit.⁹⁸ Magistritöö autor nõustub selle seisukoha ja põhjendusega, mille kohaselt tagab võrreldavuse kui kohustusliku kriteeriumi täidetavus muuhulgas selle, et vabalt võõrandatav väärtpaber on kaubeldav kapitaliturul, sest kõik MiFID II artikli 4 lõike 1 punktis 44 toodud loetelus olevad instrumendid kujutavad endast võla- ja omakapitaliinstrumente. Täiendavalt, ilma eelnimetatud sisulist kriteeriumit esitamata, ei viitaks vabalt võõrandatava väärtpaberi definitsioon kriteeriumile, mida magistritöö autor peab väärtpaberite puhul keskseks – õigus tulule; olgu selleks dividendimakse, intressimakse, osa kasumist emitendi likvideerimisel, või kokkulepitud hinna ning turuhinna positiivne vahe.

Seega peab magistritöö autori hinnangul mistahes instrument Euroopa õiguses vabalt võõrandatavaks väärtpaberiks kvalifitseerumiseks vastama neljale kumulatiivsele tingimusele: 1) olema vabalt võõrandatav; 2) kujutama endast standardiseeritud instrumendi; 3) olema kapitaliturul kaupeldav; ning 4) olema funktsionaalsuse alusel võrreldav MiFID II artikli 4 lõige 1 punktis 44 nimetatud instrumentidega. Nendest esimene ja teine kriteerium on magistritöö autori hinnangul *utility token*'ite puhul tõenäoliselt täidetud. Kolmanda kriteeriumi täidetavus on küsitav osas, mis puudutab kaubeldavust kapitaliturul. Kõige ebaselgem on olukord seoses neljanda, kõige sisulisema, kriteeriumiga, mis vajab hinnangu andmiseks põhjalikumat käsitlust. Magistritöö järgmises peatükis on *utility token*'i sisulise määratluse käsitlemisel keskendutud eelkõige neljandale kriteeriumile ning hinnatud *utility token*'i funktsionaalsust

⁹⁸ Bundesverband (viide 89). Lk 8.

väärtpaberiturgude regulatsiooni kontekstis. Kui jõuda neljanda kriteeriumi osas järeldusele, et *utility token*'ite puhul võib pidada seda täidetuks, saab sellest tulenevalt lugeda täidetuks ka kolmanda kriteeriumi.

2.1.2. Väärtpaberi määratlus Howey testi põhjal Ameerika Ühendriikides

Ameerika Ühendriikide väärtpaberi- ja börsikomisjoni esimees Jay Clayton on väitnud, et ta ei ole veel mitte ühtegi ICO'd näinud, mis ei kujutaks endast väärtpaberite müüki, sh sellised, mis on väidetavalt *utility token*'ite müügid.⁹⁹ Küll aga on SEC tõdenud *utility token*'ite eksisteerimise võimalikkust, pidades eelkõige olulisteks kriteeriumiteks investori motivatsiooni *token*'i soetamisel ning plokiahela ülesehitust ja *token*'i funktsionaalsust selles.¹⁰⁰ Samas leidub ka USA õiguskirjanduses autoreid, kes on kindlal seisukohal, et tõelisi *utility token*'eid ei peaks käsitlema väärtpaberitena, vaid pigem kasutusväärtust ja kaubanduslikku eesmärki kandvate väärtuse kandjatena tulenevalt nende piiratud kasutusotstarbest süsteemisisesse valuutana (ilma milleta süsteem ei saaks funktsioneerida), investorite põhjendatud ootustest, võrgustike mõjude olulisusest ning ebasoodsatest tagajärgedest väärtpaberiregulatsiooni kohaldamisel.¹⁰¹

Ameerika Ühendriikide õiguskirjanduses on analüüsitud *utility token*'ite väärtpaberile omaseid tunnuseid Howey testi põhjal.¹⁰² Kõikides registreerimata ICO'de vastu algatatud menetlustes on SEC leidnud Howey testi põhjal, et *token*'id kvalifitseeruvad Ameerika Ühendriikide õiguse alusel väärtpaberiteks, sest kujutavad endast investeerimislepingut. Olgugi, et ükski ICO ei ole USAs veel föderaalkohtusse jõudnud, pöörduvad kohtud USAs reeglina tavaõiguse poole (inglise keeles *common law*) hinnates, kas pakkumine kujutab endast "investeerimislepingut", ning rakendavad testi, mille arendas välja Ameerika Ühendriikide Ülemkohus (SCOTUS) 1946. aastal asjas *SEC v. Howey Co*.¹⁰³ Nimetatud kaasuses defineeris Ülemkohus investeerimislepingut kui skeemi, mille kaudu isik investeerib oma raha ühisesse ettevõtmisse ning loodab ootuspäraselt teenida kasumit pelgalt korraldaja või kolmanda isiku panuse tulemusel.¹⁰⁴ Täiendavalt tõi kohus välja, et see määratlus kujutab endast paindlikku, ning mitte staatilist põhimõtet; sellist, mis on kohanemisvõimeline kõigi lõputu arvu eri skeemide suhtes,

⁹⁹ J. Clayton. Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings. U.S. Securities and Exchange Commission. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11> (30.04.2019).

¹⁰⁰ J. Clayton (viide 99).

¹⁰¹ N. Crosser (viide 11). Lk 415.

¹⁰² N. Crosser (viide 11). Vt ka T. Henderson, M. Raskin (viide 1).

¹⁰³ SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). Arvutivõrgus: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/> (29.04.2019).

¹⁰⁴ Originaalis "*scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party*".

mida isikud, kes tahavad kasumi lubamise eest kasutada teiste isikute raha, välja mõelda suudavad. Teisisõnu, väärtpaberi definitsiooni alla peaks minema iga instrument, mida ühiskond peab väärtpaberiks, tagamaks passiivsete investorite kaitse. Kohtud, rakendades Howey testi, keskenduvad eelkõige tehingu taga olevale majanduslikule tegelikkusele ning eelistavad sisu vormile. Ülaltoodud põhimõtet lahti võttes koosneb Howey test järgnevatest osadest: (i) raha investering (ii) ühisesse ettevõtmisse (iii) ootuspärasel lootuses teenida kasumit (iv) pelgalt teiste isikute panuse tulemusel.¹⁰⁵

See, mis kategoriseerub raha investeerimise alla on tõenäoliselt ilmselge ja täiendavat seletust ei vaja. Kuivõrd *utility token*’eid emiteeritakse ICO raames kas ametliku valuuta või mõne krüptovaluuta (mis on saadud ametliku valuuta vahetamise teel) vastu, on tegemist alati raha investeerimisega.

Ühise ettevõtmise hindamisel on kaks lähenemist: horisontaalne ja vertikaalne. Horisontaalse lähenemise korral hinnatakse kas individuaalse investori panus ühendatakse teiste investorite panusega. Üldpõhimõte on see, et kui leiab aset rahaliste vahendite koondamine (inglise keeles *pooling*), on tegemist ühise ettevõtmisega. Alternatiivselt, kui lähtutakse vertikaalsest lähenemisest, hindab kohus seost investori ja korraldaja rikkuse vahel. Kui rikkus on läbipõimunud ja sõltuv korraldaja teadmistest või tegevusest, st korraldaja on teeninud tulu investori panuse arvelt, on tegemist ühise ettevõtmisega.¹⁰⁶

Kasumi teenimise ootuspärane lootus seondub eelkõige investori ootusega, mida ta oma investeringu eest vastutasuks loodab saada. Et seda kriteeriumit lugeda täidetuks, peab tehing olema rajatud kasumi teenimise ootusel. Üldjuhul viitab kasum investeringu väärtuse tõusule (fikseeritud või muutuv) läbi dividendide maksmise, perioodiliste (nt intressi) maksete, instrumendi väärtuse tõusu või muu sarnase viisi. Kasumi ootus peab olema peamine, kuid ei pea tingimata olema ainus motivatsioon/eesmärk investeringu tegemisel. Kui investori peamine eesmärk on instrumenti kasutada või tarbida, siis tõenäoliselt väärtpaberiõigus ei kohaldu.¹⁰⁷ Täiendavalt on kohtud leidnud, et instrumendi väärtuse tõus võib olla küll investori ootus, kuid see ei pruugi olla peamine motivaator. Näiteks on kohus leidnud, et sissemakse elamuühistusse¹⁰⁸ ei kujuta endast väärtpaberi omandamist, olgugi et elamuühistu osaluse

¹⁰⁵ N. Crosser (viide 11). Lk 399.

¹⁰⁶ N. Crosser (viide 11). Lk 400.

¹⁰⁷ N. Crosser (viide 11). Lk 400.

¹⁰⁸ USAs on elamuühistud (inglise keeles *housing cooperative*) populaarne viis endale elukoha kindlustamiseks. Elamuühistule kuulub tavaliselt terve kortermaja, milles on võimalik korterit kasutada omandades osaluse

väärtus võib koos kinnisvara hinna tõusuga tõusta, sest osaluse omandanud isiku peamine eesmärk osaluse omandamisel on kindlustada endale elukoht. Kohtud hindavad selle kriteeriumi täidetavust tavaliselt koos Howey testi neljanda kriteeriumiga: kas ootuspärane lootus teenida kasumit on seotud teiste isikute panusega. Selles osas on kohtud pidanud hindamisel eriti oluliseks kõikvõimalikke turundusmaterjale ja korraldaja väiteid, mis võivad investori ootuseid kujundada või mõjutada.¹⁰⁹ Näiteks on SEC välja toonud, et järelturu olemasolu lubamine või reklaamine võib tõenäoliselt kaasa tuua investori poolse ootuse, et ta omandab väärtpaberi. Kui investori ootused sarnanevad sellele, mida ootaks passiivset investeeringut tegev investor, on see kriteerium tõenäoliselt täidetud.¹¹⁰

Howey testi viimase kriteeriumi esialgse sõnastuse kohaselt pidi ootuspärane lootus kasumi teenimiseks põhinema pelgalt teiste isikute panusel, kuid see sõnastus on tänapäevaks pisut laiemaks muutunud. Standardiks on nüüd see, kas teiste isikute panus, eelkõige põhiline juhtimisalane tegevus, on vaieldamatult oluline määramaks ühise ettevõtmise edukus või läbikukkumine. Teisisõnu, kohtud hindavad nüüd seda, kas ühise ettevõtmise edukus sõltub tingimata peamiselt korraldaja või kolmanda isiku juhtimis- või oskusalastest või muudest pingutustest.¹¹¹

Hinnates *utility token*'it ülaltoodud Howey testi kriteeriumite ja selgituste valguses, on N. Crosser leidnud, et *utility token*'eid ei peaks käsitlema kui väärtpabereid, sest nad ei täida kõiki Howey testi kriteeriumeid.¹¹² Crosser ei peatu oma artiklis pikemalt Howey testi kahel esimesel kriteeriumil ning toob vaid välja, et ICO'de puhul on peaaegu täiesti kindlalt tegemist raha investeerimisega, ning viitab ühise ettevõtmise osas vaid sellele, et selle kriteeriumi täidetavus võib küll pisut ähmasem olla, kuid tegemist ei ole tema jaoks fookuses oleva kriteeriumiga kuivõrd peamine vahetegu sõltub eelkõige kolmanda ja neljanda kriteeriumi täidetavusest. Magistritöö autor on Crosseri lähenemise ja rõhuasetusega nõus, kuid selguse huvides olgu välja toodud, et erinevalt Crosserist ei näe magistritöö autor midagi ähmast ka ühise ettevõtmise kriteeriumi täidetavuse osas, eriti kui lähtuda selle hindamisel horisontaalsest lähenemisest. Autori hinnangul saab pidada kõikide avalikkusele suunatud ICO'de ühiseks tunnusjooneks seda, et raha kaasatakse väiksemate panuste haaval hulga investorite käest, olenemata sellest,

elamuühistus. Kui korterit soovitakse vahetada, on võimalik osalus elamuühistus kellelegi teisele maha müüa. Vt täpsemalt arvutivõrgus: <https://www.investopedia.com/articles/pf/08/housingco-op.asp>.

¹⁰⁹ N. Crosser (viide 11). Lk 401.

¹¹⁰ Coinbase, A Securities Law Framework for Blockchain Contracts (Part 2: best practices). Arvutivõrgus: <https://www.coinbase.com/legal/securities-law-framework.pdf> (30.04.2019)

¹¹¹ N. Crosser (viide 11). Lk-d 401-402.

¹¹² N. Crosser (viide 11). Lk-d 409-415.

kas pakkumisest võtab osa ka mõni institutsionaalne juhtivinvestor, kes teeb suurema panuse. Arvestades seda, et kogu kaasatud raha summa, mis ICO'de puhul ulatub tihti miljonitesse dollaritesse või eurodesse, on väiksemate üksikinvestorite tehtud panuste summa, saab tõenäoliselt ka ICO'de puhul lugeda Howey testi teise kriteeriumi täidetuks, st tegemist on ühise ettevõtmisega, kus investorite üksikud rahalised investeeringud on koondatud ICO korraldaja kasutamiseks (tavaliselt kas oma- või käibekapitali tarves). Howey testi kolmanda ja neljanda kriteeriumi täidetavus *utility token*'ite puhul leiab põhjalikumalt käsitlust magistritöö järgmises peatükis.

2.2. *Utility token* kui väärtpaber väärtpaberiturgude regulatsiooni kontekstis

2.2.1. *Utility token*'i sisuline määratlus Euroopa Liidu väärtpaberiturgude regulatsiooni kontekstis

Olgugi, et *utility token*'id võivad olla kaubeldavad mõnel krüptovaluutade vahetusplatvormil, kus nende väärtus võib ajas tõusta, on nad esmajoones mõeldud eksisteerima ainult plokiahela tehnoloogiale rajatud rakenduses või platvormis, mille jaoks neid ICO raames emiteeritakse. *Utility token*'eid, millistest populaarseim on Etherumi süsteemil põhinev Ether, kasutatakse peamiselt plokiahelasisese valuutana, ilma milleta süsteem toimida ei saaks. Näitena võib tuua detsentraliseeritud pilvandmetalletuse (inglise keeles *cloud storage*) rakenduse, mis võimaldab kasutajatel vahetada oma arvutis olevat vaba mälumahtu *token*'ite vastu.¹¹³ Olgugi, et ka sellise *token*'i väärtus (ja hind krüptovaluuta vahetusplatvormil) võib ajas kasvada koos rakenduse kasutatavusega, on selle esmane ülesanne toimida kui rakendusesisene valuuta, mis võimaldab inimestel osta ja müüa vaba arvuti mälumahtu. Ehk teisisõnu, *utility token*'i eesmärk on omada kasutusväärtust või kaubanduslikku eesmärki¹¹⁴ ning see ei ole oma aluspõhimõtelt mõeldud kasutamiseks passivse tulu teenimise vahendina.

Utility token'eid on võimalik rakenduses kasutada tehingutes osalemiseks ning teenimaks preemiaid, samal ajal rakenduse väärtust tänu võrgustike mõjule (inglise keeles *network effect*) kasvatades. *Utility token*'eid on võrreldud ka hasartmängu žetoonidega, üleantavate kinkekaartidega, eelmüüdud tarkvaralitsentsidega jpm. *Utility token*ite kontseptsiooni ühtib hästi ka kogu plokiahela tehnoloogia olemusega: pseudonüümsed osalejad suhtlevad ja/või teevad omavahelisi tehinguid hajutatud ökosüsteemis, mis on ülesehitatud soosimaks mõlemaid

¹¹³ Protocol Labs. Filecoin: A Decentralized Storage Network. 19.07.2017. Arvutivõrgus: <https://filecoin.io/filecoin.pdf> (30.04.2019).

¹¹⁴ L. Shin. Are ICOs For Utility Tokens Selling Securities? Prominent Crypto Player Says Yes. Forbers. 02.10.2017. Arvutivõrgus: <https://www.forbes.com/sites/laurashin/2017/10/02/are-icos-for-utility-tokens-selling-securities-prominent-crypto-players-say-yes/#4b98356234fa> (30.04.2019).

osapooli soodustavat käitumist, kus *token* omab süsteemisese valuuta funktsiooni laiemas tähenduses. Valuuta funktsiooni all laiemas tähenduses on autor silmas pidanud *tokeni* funktsionaalsust mistahes väärtuse kandajana. See tähendab, et *utility token* ei pruugi süsteemis omada funktsiooni vaid majanduslike tehingute kontekstis, vaid see võib olla osa ükskõik millisest interaktsioonist osalejate vahel, nt omada funktsiooni sõnumite ühelt osalejalt teisele kandmisel.

Euroopa väärtpaberituru õiguse kontekstis tuleks *utility token*'ite kvalifitseerumist väärtpaberitena hinnata magistritöö peatükis 2.1.1 toodud kriteeriumite, st MiFID II artikli 4 lõike 1 punkti 44 määratluse, valguses. Olgugi, et põhimõtteliselt on võimalik väita, et ka *utility token*'id on vabalt võõrandatavad, standardiseeritud ja (kapitaliturul) kaubeldavad, leidub ka Euroopa õiguskirjanduses seisukoht, mis toetab lähenemist, et *utility token*'eid ei tohiks vabalt võõrandatavate väärtpaberitena MiFID II tähenduses käsitleda ning neid ei peaks reguleerima väärtpaberituru õigusele allutades ja/või väärtpaberituru õiguse põhimõtetest lähtuvalt.¹¹⁵ Seda eelkõige lähtuvalt nende sisulisest määratlusest ja teistsugusest funktsionaalsusest, ehk MiFID II artikli 4 lõike 1 punktis 44 toodud neljanda (sisulise) kriteeriumi mittetäidetavuse tõttu.

I. Chiu lähenemine põhineb käsitlusel, mille kohaselt on *utility token*'id vabalt võõrandatavad (üleantavad) täiesti teist tüüpi instrumentidena võrreldes väärtpaberitega, mis on investeerimisinstrumendid.¹¹⁶ Väärtpaberid on võõrandatavad nende investeerimisväärtuse põhjal (mis väärtus sõltub omakorda ettevõtte tegevusest rikkuse ja tootlikkuse loomisest), mille hind määratakse turul. Chiu väidab, et *utility token*'id ei ole võõrandatavad samadel alustel, sest *utility token*'id ja nende väärtus ei oma otsest seost projekti ega korraldaja enda finantstulemustega. *Utility token*'id mis väljendavad õigust kasutada teenuseid tulevikus ei seonu kuidagi projekti finantsväärtuse loomisega, ning neid tuleks käsitleda kui „õigust osta“ või optiooni tulevikus loodava toote või teenuse suhtes, mitte optiooni saada osa tuleviku finantsväärtuse loomisest või tuluvooost.¹¹⁷ Chiu möönab, et on tõepoolest võimalik väita, et vaatama sellele, et *utility token*'id väljendavad teistsugust õigust kui väärtpaberid, sõltub nende võõrandatavus (eelkõige hind) projekti väärtuslikusest tulevikus, ning seetõttu ei erine nad kuidagi väärtpaberitest. Kusjuures selle tõestuseks leidub ka empiirilisi andmeid, mis toetavad seisukohta, et projekti oodatav väärtus tulevikus mõjutab *token*'ite kauplemisshinda.¹¹⁸ Samas

¹¹⁵ I. Chiu, (viide 71).

¹¹⁶ I. Chiu, (viide 71). Lk 8.

¹¹⁷ I. Chiu, (viide 71). Lk 9.

¹¹⁸ S. Wang and J-P. Vergne, Buzz Factor or Innovation Potential: What Explains Cryptocurrencies' Returns? (2017) 12 PLoSOne 1.

on siinkohal magistritöö autori hinnangul oluline vahet teha, millest projekti oodatav tulevikuväärtus sõltub, kas ICO korraldaja kontrolli all olevatest faktoritest, või kasutajate panusest. Kui tulevikuväärtus ja omakorda *utility token*'i kauplemisshind ei sõltu ICO korraldaja kontrolli all olevatest faktoritest, oleks vale lähtepunkt võtta aluseks klassikaline väärtpaberituru õiguse lähenemine turu tõhususe tagamisel, ning kehtestada ICO korraldajale nt jooksev avalikustamiskohustus informatsiooni asümmeetria kõrvaldamiseks sarnaselt börsiemitentidega. Täiendavalt, Chiu toob välja, et leidub olulises määras tõestust selle kohta, et *token*'ite kauplemisshinnad sõltuvad suuresti vahetusväärtusest, olles järelturul väga volatiilsed ning omades vähe seost projekti endaga¹¹⁹. Seda näitlikustavad eriti hästi juhtumid, kus *utility token*'itega kauplemine on jätkunud isegi pärast projektide endi läbikukkumist ja lõppemist.¹²⁰ Chiu väidab selle põhjal, et ICO'dele on omane esmaturu, st korraldajatelt ICO raames *utility token*'ite soetamine pakkumise tulemusel, eraldumine järelturust, kus on võimalik *utility token*'itega kaubelda nagu tuletislepingutega. Samas, olles seisukohal, et *utility token*'id ei kvalifitseeru väärtpaberite hulka, toonitab Chiu, et ei pea õigeks ega poolda *utility token*'ite täielikult reguleerimata jätmist. Olukorras, kus olemasolev väärtpaberituru regulatsioon ei kata/arvesta *utility token*'ite innovaatilisi eripärasid, võib *token*'ite nõ „surumine“ väärtpaberituru regulatsiooni alla olla vastupidise mõjuga ning pärssida innovatsiooni. Produktiivsem viis oleks kaaluda kuidas regulatsioon peaks hakkama saama innovatsiooniga, ning eelkõige ICO'de kontekstis, kuidas innovatsiooni soodustamine oleks tasakaalus investorite kaitsega.¹²¹ Chiu pakub välja, et investorkaitse režiim esmaturul peaks lähtuma eelkõige sellest, mida investorid *utility token*'i näol ostavad, st milliseid õiguseid *utility token*'id väljendavad, ning mitte kauplemisest järelturul. Seega peab Chiu esmaturu reguleerimisel kohaseks lähtuda tarbijakaitse põhimõtetest. Küll aga soodustab kauplemine järelturul *utility token*'ite vahetamist krüptovaluutade või ametlike valuutade vastu, ning seega leiab järelturul aset *utility token*'ite kaubastumine. Seoses *utility token*'ite kaubastumisega pakub Chiu välja, et järelturu võimaldajad, st krüptovaluutade vahetusplatvormid, peaksid olema reguleeritud seoses keskkonnaga, mida nad pakuvad ja opereerivad ning mille tulemusel taoline kaubastumine saab üldse aset leida. Selline kaheks hargnev lähenemine tegeleb ICO korraldajate kui emitentidega esmaturul eraldi ja teisiti kui krüptovaluutade kauplemisplatvormidega, kes opereerivad järelturgu. Samas oleks selline kaheharulise lähenemise puhul oluline tagada, et ka nendel investoritel, kes omandavad *utility token*'i

¹¹⁹ I. Chiu (viide 71). Lk 9.

¹²⁰ M. Bianchetti jt, Are Cryptocurrencies Real Financial Bubbles? Evidence from Quantitative Analyses (2018). Arvutivõrgus: <http://ssrn.com/abstract=3092427> (29.04.2019).

¹²¹ I. Chiu (viide 71). Lk 1.

järelturult, oleks samasugune kaitse ICO korraldajate suhtes nagu neil, kes omandavad *utility token*'id esmaturult.¹²²

Kokkvvõttes on Chiu oma artiklis seisukohal, et ICO korraldajatele tuleks kehtestada finantssektoriväline regulatsioon, mis lähtub eelkõige tarbijakaitse põhimõtetest, ning krüptovaluuta kauplemisplatvormidele väärtpaberituruõigusest lähtuv režiim, sest nemad soodustavad *utility token*'ite kaubastumist ja nendega kauplemist. Chiu meelest tagaks selline *utility token*'itele kohalduv tarbijakaitse režiim, mis sisaldaks tüüptingimusi ja tarbijate õiguseid, efektiivse raamistiku finantssektorivälistele *token*'itele (ehk *utility token*'itele) ning aitaks kaasa ICO korraldajate tehingukulude efektiivsel tasemele hoidmisele, tagades samal ajal *utility token*'ite omandajatele piisava kaitse.¹²³ Ta pakub oma artiklis välja, et tarbijakaitse põhimõtetest lähtuvalt peaks *token*'i omandajad olema kaitstud teenuste ja toodete valekirjelduse eest, täitmiskohustuse rikkumise eest (nt kui projekt kukub läbi ning platvormi/teenust ei arendatagi välja), lepingutingimuste mittevastavuse eest kui *token* väljendab õigust digitaalsele sisule, ning neile peaks olema tagatud mõistliku ulatusega taganemisõigus pärast *utility token*'ite soetamist pakkumise käigus.¹²⁴ Täitmiskohustuse rikkumise puhuks näeb Chiu ettepanek ette *utility token*'i omandajale rahalise panuse osalise tagastamise. Viidatud autori hinnangul oleks õige lähtuda niinimetatud kahjude jaotamise põhimõttest, ning õigeks ei peeta täitmiskohustuse rikkumisel kohustust rahaline panus täies ulatuses tagastada – vastasel juhul võib sellele olla korraldajate jaoks karistav toime, mis võib omakorda korraldajatele pärssivaks saada. Õiglane oleks määrata tagastatava rahalise panuse ulatus vastavalt sellele, kui kaugele projekti või platvormi arendamisega jõuti. Seda mida varasemas staadiumis arendus lõpetati, seda suuremas ulatuses tuleks rahalised panused tagastada. Rahalise panuse tagastamiskohustuse olemasolu võiks täiendavalt motiveerida korraldajaid avalikuse ette tulema piisavalt läbimõeldud projektidega, millel ka reaalne edulootus on, ning aidata kaasa korraldajate hoolsuse taseme hoidmisele projekti arendamise vältel.¹²⁵

Magistritöö autori hinnangul on ülalviidatud käsitlus *utility token*'ite sisulisel määratlemisel Euroopa Liidu väärtpaberiturgude regulatsiooni valguses igati loogiline ning põhjendatud. Seetõttu on põhjus sellega nõustuda. Lähtudes sellest käsitlusest, on võimalik asuda seisukohale ka magistr töö peatükis 1.2.1 tõusetunud küsimuse osas väärtpaberiturgude regulatsiooni

¹²² I. Chiu (viide 71). Lk 9.

¹²³ I. Chiu (viide 71). Lk 12.

¹²⁴ I. Chiu (viide 71). Lk 12.

¹²⁵ I. Chiu (viide 71). Lk 12.

kohasuse ulatuse kohta. Nagu peatükis 1.2.1 on järeldatud, saab *utility token*'ite avaliku pakkumise korral rääkida eelkõige väärtpaberiturgude regulatsiooni tegevust reguleerivast funktsioonist turutõkete kõrvaldamisel, mille peamiseks vahendiks on avalik-õiguslik emitentide avalikustamiskohustus. Kui vaadata avalikustamiskohustuse eesmärgi turutõkete kõrvaldamisel väärtpaberiturgudel, siis jagunevad need kaheks: 1) informatsiooni asümmeetria vähendamine teadliku investeerimisotsuse kujundamisel; ning 2) turgude tõhususe tagamine.¹²⁶ Nagu ka eelnevalt käesolevas magistritöös järeldatud, siis ei ole kahtlust, et vaikimisi esineb *utility token*'ite investorite ning emitentide vahel suur informatsiooni asümmeetria, mille tulemusel on *utility token*'ite investorid avatud mitmetele peatükis 1.1.2 toodud riskidele. Selle põhjal võiks järeldada, et väärtpaberiturgude regulatsioon ja selle taotletav eesmärk informatsiooni asümmeetria vähendamiseks teadliku investeerimisotsuse kujundamisel on kohane ka *utility token*'ite avalikul pakkumisel kapitali kaasamisel investorkaitse tagamiseks. Samas on väärtpaberiturgude regulatsiooni eesmärk turgude tõhususe tagamisel *utility token*'ite kontekstis küsitav. Nagu peatükist 1.2.1 selgus, on väärtpaberiturgude regulatsioon eesmärk turgude tõhususe tagamisel seotud sellega, et väärtpaberitel puudub erinevalt teistest turul käibivatest kaupadest omaväärtus, ning nende väärtus sõltub lõppastmest emitendi tuleviku rahavoogudest. Kuna keegi ei ole võimaline täpselt tulevikku ennustama, on informatsioon emitendi minevikusündmuste ja tulevikuplaanide kohta emitendi tuleviku rahavoogude prognoosimisel ja seeläbi väärtpaberi väärtuse kujunemisel keskse tähtsusega.¹²⁷ ICO'de abil raha kaasavaid ettevõtteid iseloomustab tihti minevikusündmuste puudumine, kuivõrd tegemist on enamjaolt vastasutatud ettevõtetega.¹²⁸ Veelgi enam, näib, et *utility token*'ite esmaturgu iseloomustab järelturust eraldumine, ning *utility token*'ite hind järelturul ei kajasta tegelikkuses seda, kuidas edeneb vastava süsteemi arendus, millesse *utility token*'id on mõeldud funktsioneerima, ning milline on emitendi edasine käekäik pärast *utility token*'ite emiteerimist.¹²⁹ Magistritöö autori hinnangul saab rääkida väärtpaberituru regulatsiooni täielikust kohasusest *utility token*'ite investorite kaitse tagamisel ainult sellisel juhul, kui *utility token*'id ka sisuliselt traditsioonilistele väärtpaberitele sarnanevad. Nõustudes ülaltoodud käsitletusega, on see kaheldav. Järelikult jääb väärtpaberiturgude regulatsiooni eesmärkidest investorkaitse tagamisel alles vaid informatsiooni asümmeetria vähendamine investorite teadliku investeerimisotsuse kujundamiseks. Arvestades, et *utility token*'id erinevad sisulise käsitletuse poolest väärtpaberitest, ning asjaolu, et avalikustamiskohustus ei ole omane ainult väärtpaberiturgude õigusele, sh nõrgema poole kaitse tagamise vahendina, on magistritöö autori

¹²⁶ N. Moloney (viide 58). Lk 2.

¹²⁷ M. Hint (viide 67). Lk 63.

¹²⁸ European Securities and Markets Authority (viide 11). Lk 14, lg 47.

¹²⁹ I. Chiu (viide 71). Lk 13.

hinnangul ka laiemalt küsitav väärtpaberiturgude õigusest lähtumine *utility token*'ite avaliku pakkumise teel kapitali kaasamisel investorite kaitse tagamisel. Siinkohal võiks tõepoolest põhjendatuks pidada I. Chiu poolt väljapakutud lähenemist, kus ICO emitentidele oleks *utility token*'ite emiteerimisel kehtestatud finantssektoriväline regulatsioon, mis lähtuks eelkõige tarbijakaitse põhimõtetest ning krüptovaluuta kauplemissplatvormidele väärtpaberituruõigusest lähtuv režiim, sest nemad soodustavad *utility token*'ite kaubastumist ja nendega kauplemist. Taoline *utility token*'itele kohalduv tarbijakaitse režiim looks efektiivse raamistiku finantssektorivälistele *utility token*'itele ning aitaks kaasa ICO korraldajate tehingukulude efektiivsel tasemele hoidmisele, tagades samal ajal *utility token*'ite omandajatele piisava kaitse.¹³⁰

2.2.2. *Utility token*'i sisuline määratlus Howey testi põhjal Ameerika Ühendriikides

Sarnaselt ülaltoodud käsitlusele *utility token*'ite sisulisel määratlemisel Euroopa Liidu õiguse kontekstis, ollakse ka Ameerika Ühendriikides seisukohal, et tulenevalt *utility token*'ite sisulisest määratlusest ei peaks *utility token*'ite avalikule pakkumisele kohalduma väärtpaberiturgude regulatsioon.¹³¹ Nagu magistritöö peatükis 2.1.1 viidatud, ei käsitle N. Crosser oma artiklis *utility token*'eid Howey testi esimese kahe kriteeriumi – 1) rahaline investering; 2) ühisesse ettevõtmisesse – valguses, vaid keskendub kolmanda ja neljanda kriteeriumi täidetavusel, argumenteerides, et *utility token*'eid soetades ei ole mõistlikul *utility token*'i soetajal ootuspärast lootuses teenida kasumit pelgalt teiste isikute (juhtimisalase) panuse tulemusel. Olgu selguse huvides taaskord välja toodud, et magistritöö autori hinnangul võiks Howey testi esimesed kaks kriteeriumit lugeda täidetuks. Samas ei oma need *utility token*'ite sisuliselt määratlemisel kuigi suurt tähtsust, ning võib seega jätta põhjalikumalt käsitlemata.

Kolmanda kriteeriumi täidetavuse osas, st ootuspärane lootus teenida kasumit, leiab *utility token*'ite puhul Crosser, et mõistlikul *utility token*'i omandajal ei ole samu ootusi nagu passiivsel investoril.¹³² Crosser küll ei selgita oma artiklis, keda ta peab silmas mõistliku *utility token*'i omandaja all, kuid magistritöö autori arvates võib Crosseri üldisest argumentatsioonist tuletada, et mõistliku *utility token*'i omandaja all peab ta silmas sellist investorit, kes mõistab kasvõi vähimalgi määral konkreetse süsteemi plokiahela tehnoloogiat ja *utility token*'i funktsionaalust selles, ning soetab *token*'i eesmärgil saada kasu *utility token*'i kasutusväärtusest

¹³⁰ I. Chiu (viide 71). Lk 12.

¹³¹ N. Crosser (viide 11). Vt ka T. Henderson, M. Raskin (viide 1).

¹³² N. Crosser (viide 1). Lk 412.

või majanduslikust eesmärgist. See tähendab, et investor, kes soetab *utility token*'i kas ainult või peamiselt spekulatiivsel eesmärgil, lootes sellega järelturul kauplemise tulemusel kasumit teenida, ei ole Crosseri käsitluses magistritöö autori hinangul mõistlik *utility token*'i omandaja. Crosser jätkab, et kui *utility token*'i omandaja eeldab, et tema enda tegevuse tulemusel võib talle kuuluvate *token*'ite arv või väärtus tõusta, on ta motiveeritud seda süsteemi või rakendust, millesse ta panustanud on, edendama ja kasutama. Olgugi, et nii nagu mitmes teiseseski majanduse aspektis, eksisteerib ka sellisel juhul nn parasiitluse (inglise keeles *free riding*) võimalus, on *utility token*'i omandaja parim väljavaade *token*'i väärtuse kasvatamiseks seda ise kasutada või vähemalt eeldada, et sellel on tema jaoks tulevikus mingi kasutusväärtus. Saades sellest aru, on mõistlik investor, kes vähegi mõistab *token*'i aluseks olevat tehnoloogiat ja toimimise mudelit enne sellesse investeerimist, motiveeritud *token*'i kasutusväärtusest kas majanduslikul või isiklikul eesmärgil.¹³³ Samas mõonab Crosser, et kui investoris äratab *token*'i vastu huvi eelkõige lubadus finantskasu teenimisest, on *token*'il investori jaoks väärtpaberi tunnused. Teisalt, kui omandaja kavatseb *token*'it kasutada või tarbida, väärtpaberiõigus kohalduma ei peaks. Siinkohal mängib investori ootuste osas kindlasti rolli see, milline teave nähtub *token*'ite pakkumise kohta ICO materjalidest ning kuidas see sõnastatud on. Kui *utility token*'iks nimetataval *token*il on tõepoolest reaalne kasutusotstarve (inglise keeles *true utility*), siis see kasutusotstarve tuleks korraldaja poolt selgelt pakkumise materjalides, sh white paper'is esile tuua.¹³⁴

Neljanda Howey testi kriteeriumi täidetavuse osas, st teiste panuse olulisus kasumi ootuse kujundamisel, leiab Crosser, et *utility token*'ite väärtus sõltub selle kasutajate tegevusest. Ta põhjendab seda sellega, et kui plokiahela tehnoloogial põhinev süsteem või rakendus tugineb kasutajate võrgustikul, et luua väärtust, on ilmselgelt *utility token*i omajate, st investorite, panus keskse tähtsusega. Seda eelkõige olukorras, kus pakkumise dokumentatsioon, sh white paper, keskendub vähem *token*'i potentsiaalsele väärtuse kasvule ajas ning rohkem töökindla plokiahela ökosüsteemi olemasolu kirjeldamisele – sellest järelduks, et platvormi edukus sõltub vaieldamatult eelkõige kasutajate endi panusest. See peab paika veel enam olukorras, kus pärast arendustööd toimub platvormi haldamine tarkade lepingute poolt automaatselt ning mitte ICO korraldaja poolt.¹³⁵ Crosser väidab, et kui võtta arvesse *utility token*'i eripärasid ja funktsionaalsust, siis saab järeldada, et mõistlik investor, kes panustab põhimõtteliselt ergutusstruktuuri (inglise keeles *incentive structure*), eeldab põhjendatult, et ta saab kas finants-

¹³³ N. Crosser (viide 1). Lk 412.

¹³⁴ N. Crosser (viide 1). Lk 413.

¹³⁵ N. Crosser (viide 1). Lk 414.

, majanduslikku- või isiklikku kasu eelkõige iseenda ja teiste osalejate ühisest tegevusest, ning mitte korraldajate tegevusest.¹³⁶ Ta toob näitena Filecoini¹³⁷, mille puhul *token*'i omajad eeldavad, et nad saavad *token*'it kasutada teistelt kasutajatelt vaba arvuti mälumahu ostmiseks. Vastupidiselt, kui isik soovib oma arvuti vaba mälumahtu müüa, eeldab ta vastutasuks *token*'eid. Mõlemad osapooled rikastuvad vastastikusest osalemisest. Asjaolu, et korraldaja on platvormi välja arendanud ning sellega täiendavat väärtust loonud ei tohiks *token*'ist teha Crosseri sõnult väärtpaberit, kui enamik (või vähemalt vajalik osa) süsteemi väärtusest tuleb sellest, et *token*'i omandajad seda süsteemi aktiivselt kasutavad.¹³⁸ Veelgi enam, asjaolu, et *token*'i väärtus järelturul kasvada võib, ei tohiks omistada pelgalt ICO korraldajate arendustööle, vaid ka *utility token*'i omajate vastastikku kasulikule käitumisele ja sellega kaasnevale võrgustike mõjule.¹³⁹ Selle ilmetamiseks on toonud Crosser näitena Bitcoini, mis omab krüptovaluutana väärtust ainult sellel põhjusel, et kasutajad teevad sellega tehinguid, ning selle väärtus kasvab üha enam, mida rohkem inimesi seda kasutab ja kehtiva maksevahendina aktsepteerib.¹⁴⁰ Oma analüüsi võtab Crosser kokku tõdemusega, et *utility token*'ite käsitlemine väärtpaberitena läheb vastuollu avaliku korraga (inglise keeles *public policy*) ning on suures osas ebavajalik saavutamaks regulatiivseid eesmärke tarbijate kaitsmisel ja kapitali kaasamise edendamisel.¹⁴¹

Magistritöö autor nõustub suures osas Crosseri ülalkäsitletud seisukohtade ja lähenemisega. Samas ei saa jätta tähelepanuta asjaolu, mida on möönnud ka Crosser oma artiklis, ning mis magistritöö autori hinnangul iseloomustab ja suuresti ka põhjendab ICO'de meeletut populaarsust viimasel kahel aastal – suur osa jaeinvestoritest tegeleb *token*'itesse, sh *utility token*'itesse, investeerimisel spekulatsiooniga üldise ICO-buumi tuules. Olgugi, et Crosser on selle võimalikkusele oma artiklis viidanud, on ta seda magistritöö autori hinnangul oma käsitluses suuresti ignoreerinud. Crosser lähtub oma analüüsis eeldusest, et ICO'sse investeerija on mõistlik *utility token*'i omandaja, kes vähemalt kasvõi vähimalgi määral mõistab konkreetse süsteemi plokiahela tehnoloogiat ja *utility token*'i funktsionaalsust selles, ning soetab *token*'i eesmärgil saada kasu *utility token*'i kasutusväärtusest või majanduslikust eesmärgist.¹⁴² Magistritöö autori hinnangul ei kujuta aga keskmine ICO'sse investeerija endast mõistlikku *utility token*'i omandajat selles tähenduses, mille on sellele autori arvates Crosser oma artiklis

¹³⁶ N. Crosser (viide 1). Lk 414.

¹³⁷ Vt Filecoini osas viide 113.

¹³⁸ N. Crosser (viide 1). Lk 414.

¹³⁹ N. Crosser (viide 1). Lk 415.

¹⁴⁰ N. Crosser (viide 1). Lk 415.

¹⁴¹ N. Crosser (viide 1). Lk 416.

¹⁴² N. Crosser (viide 1). Lk 412.

omistanud. Seadusandja peaks magistritöö autori hinnangul lähtuma õiguse loomisel eelkõige tegelikkusest, mitte teoreetilisest idealistlikust käsitlusest.

Seda, et *token*'itesse investeerimine on üldjoontes kantud eelkõige spekulatsioonide eesmärgist ning mitte (peamiselt) soovist saada kasu *token*'i kasutusväärtusest või majanduslikust eesmärgist, ilmestab ja tõendab hästi järelturult nähtuv. Kui eeldus, et enamik *utility token*'ite omandajaid on soetanud *token*i eesmärgil saada kasu tuleviku kasutusväärtusest peaks paika, oleks loogiline magistritöö autori hinnangul eeldada, et *utility token*'i likviidsus krüptovaluutade vahetusplatvormi püsib seni kuni ICO korraldaja süsteemi alles arendab (st kuni *utility token*'il puudub kasutusväärtus) pigem madalal. Samas nähtub ICO'de osas 2018. aastal läbiviidud empiirilistest analüüsist, et *token*'id on esimesel kauplemspäeval üllatavalt likviidsed.¹⁴³ Veelgi enam ilmestab ICO'desse investeerimise taga olevat spekulatiivset eesmärki asjaolu, et osade *utility token*'itega on järelturul jätkunud kauplemine ka pärast projekti enda läbi kukkumist ja lõppemist.¹⁴⁴ Taolist spekulatsioonist võiks magistritöö autori hinnangul põhjendada „suurema lolli teooria“ (inglise keeles *greater fool theory*) abil, mis näeb ette, et instrumendi hind ei sõltu mitte selle tegelikust väärtusest, vaid investorite irratsionaalsetest uskumustest, et kuskil leidub keegi „veel lollim“, kes on nõus instrumendi kallima hinna eest ära ostma.¹⁴⁵ Teisisõnu, investor ei investeeeri instrumenti mitte tänu sellele, et ta usuks, et see instrument on ka seda hinda väärt, vaid tänu uskumusele, et tal õnnestub see veel kallimalt kellelegi teisele maha müüa. Teooria kohaselt lõpeb see olukorraga, kus kõik niiõlda „lollid“ on otsa saanud ning viimane investor maksab kõikide eelmiste investorite kasumid kinni. Tavaliselt järgneb sellele paanika, mille tulemusel panevad kõik vastava instrumendi müüki, et sellest lahti saada, mille tagajärjel kukub „mull“ kokku ja instrumendi hind langeb nullilähedale (või tasemele, kus ta kajastab instrumendi reaalselt väärtust).

Eelnevalt kirjeldatu kontekstis on magistritöö autori arvetes arusaadav ka esmalt utreerituna kõlav USA väärtpaberi- ja börsikomisjoni esimehe Jay Clayton'i seisukoht, et ta ei ole veel mitte ühtegi ICO'd näinud, mis ei kujutaks endast väärtpaberite müüki, sh sellised, mis on väidetavalt *utility token*'ite müügid.¹⁴⁶ See seisukoht võiks aga olla põhjendatav eelkõige läbi

¹⁴³ S. Adhami, G. Giudici, S. Martinazzi. Why do businesses go crypto? An empirical analysis of initial coin offerings (2018). Journal of Economics and Business 100. Lk 70.

¹⁴⁴ M. Bianchetti jt, Are Cryptocurrencies Real Financial Bubbles? Evidence from Quantitative Analyses (2018). Arvutivõrgus: <http://ssrn.com/abstract=3092427> (23.04.2019).

¹⁴⁵ Vt selle teooria osas täpsemalt. Arvutivõrgus: <https://www.investopedia.com/terms/g/greaterfooltheory.asp> (30.04.2019).

¹⁴⁶ J. Clayton (viide 99).

USA Ülemkohtu viidatud üldisema lähenemise asjas *SEC v. Howey Co*¹⁴⁷, mis võtab instrumendi väärtpaberina käsitlemisel aluseks selle, kuidas keskmine investor instrumenti näeb. Kui keskmise investori jaoks on tegemist väärtpaberiga, mille omandamisel tekib tal passiivse tulu teenimise lootus, tuleks instrumenti käsitleda väärtpaberina ja tagada investorite kaitse. Sellele vaatamata kahtleb magistritöö autori selles, kas *utility token*'ite puhul saab pidada Howey testi neljandat kriteeriumit täidetuks. Nagu magistritöös üleval pool välja toodud, siis tänapäevase uuendatud lähenemise kohaselt hindavad kohtud seda, kas ühise ettevõtmise edukus sõltub tingimata peamiselt korraldaja või kolmanda isiku juhtimis- või oskusalastest või muudest pingutustest. Tõenäoliselt on kaheldav, et kauplemistingimustes, mida iseloomustab spekulatsioon, saaks selle tingimuse lugeda täidetuks.

Olgugi, et magistritöö autori käsitus sellest, mis iseloomustab keskmist *utility token*'i omandajat ja tema motivatsioone *utility token*'isse investeerimisel, läheb lahku N. Crosseri käsitlusest, on magistritöö autor nõus sellega, et *utility token*'ite mahutamine olemasoleva väärtpaberituru õiguse alla ei ole õige lähenemine ja kooskõlas väärtpaberituru regulatsiooni üldiste eesmärkidega, ning investorite kaitset ja kapitali kaasamise edenedamist on võimalik saavutada ka muude vahenditega, sh avalikustamiskohustuse kehtestamise kaudu, kuid tehes seda lähtuvalt teistsugustest kaalutlustest (nt tarbijakaitse eesmärgid).

Nõustudes ülalkirjeldatud N. Crosseri ja I. Chiu käsitlustega, mis mõlemad lähtuvad oma käsitluses eri kriteeriumitest ning erinevates lähenemistest, kuid jõuavad sellegipoolest samadele järeldustele, ning võttes *utility token*'ite avalike pakkumiste reguleerimisel need seisukohad lähtkohaks – nimelt, et *utility token*'itel puuduvad väärtpaberile omased sisulised tunnused – võib tõepoolest magistritöö autori hinnangul pidada põhjendatuks küsimust sellest, kas investorkaitse taga ajamine selle kõige klassikalisemas väärtpaberituru õiguse tähenduses on üldse põhjendatud, või tuleks valida mõni teine lähenemine, lähtudes näiteks tarbijakaitse kaalutlustest, kus samuti avalikustamiskohustus üheks keskseks vahendiks on. Magistritöö autor leiab, et põhjendatud võiks olla pigem viimati nimetatud lähenemine.

¹⁴⁷ Vt viide 103.

3. AVALIKUSTAMISKOHUSTUS KUI SOBIVAIM INVESTORKAITSE TAGAMISE VAHEND KAPITALI KAASAMISEL *UTILITY TOKEN*'ITE AVALIKUL PAKKUMISEL

3.1. Alternatiivsed käsitlused investorkaitse tagamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel

3.1.1. *Utility token*'ite avaliku pakkumise keelustamine kui investorkaitse tagamise vahend

Kuna *utility token*'ite avaliku pakkumise ning laiemalt ICO'de osas puudub magistritöö kirjutamise hetkel riikidevaheline kokkulepe kuidas neid reguleerima peaks, puuduvad ka riikideülesed regulatsioonid (nt rahvusvaheline õiguse konventsioonid, Euroopa Liidu õigus) ning igal riigil ja jurisdiktsioonil on olnud vaba voli otsustada, kuidas *utility token*'ite avalikke pakkumisi ning ICO'sid laiemalt käsitleda ning milline lähenemine nende reguleerimisel võtta.

Kõige rangema võimaliku lähenemise kasuks on otsustanud need riigid, kes on konkreetselt ICO'de, sh *utility token*ite avalike pakkumiste, korraldamise või kogu krüptovarade/-valuutadega seonduva tegevuse keelustanud, eesotsas Hiina Rahvabariik. Finantstehnoloogia ühe alaliigina saatis ICO'sid alates 2016. aasta teisest poolest Hiinas märkimisväärne edu kuni selleni, kui Hiina Rahvabariigi keskpank otsustas need 2017. aasta septembris keelustada.¹⁴⁸ Kuivõrd Hiina finantsturu suurus on väga suur, olid ka ICO'de abil kaasatud rahasummad võrdlemisi suured – ainuüksi 2017. aasta esimese pooles korraldati 65 pakkumist, mille abil kaasasid ettevõtted kokku ligikaudu 400 miljonit US dollarit.¹⁴⁹ Samas on õiguskirjanduses välja toodud, et Hiinat eristas ICO'de kontekstis teistest riikidest see, et hinnanguliselt 90% Hiinas korraldatud ICO'dest arvatakse olevat seotud ebaseadusliku kapitali kaasamise või pettusega. Ainult 1% kogu kaasatud kapitalist arvatakse olevat kasutatud plokiahela tehnoloogial põhineva süsteemi arendamiseks, ülejäänud raha kasutati muuks varjatud otstarbeks.¹⁵⁰ ICO'de keelustamise tulemusel leidis krüptovaluutade turul aset kaos ning seda on kritiseeritud tugevalt kui finantsinnovatsiooni takistamist.¹⁵¹ Samas ollakse õiguskirjanduses arvamusel, et see keeld võib olla ainult ajutine, arvestades asjaolu, et majanduslik areng on Hiina valitsuse jaoks üks olulisemaid strateegiaid ning riigid võistlevad aktiivselt omavahel selle nimel, kellest saab järgmine maailma finantstehnoloogia keskus.¹⁵² Lisaks Hiina

¹⁴⁸ BBC. China bans initial coin offerings calling them 'illegal fundraising'. 05.09.2017. Arvutivõrgus: <https://www.bbc.com/news/business-41157249> (30.04.2019).

¹⁴⁹ H. Deng, R. H. Huang, Q. Wu, The Regulation of Initial Coin Offerings in China: Problems, Prognoses and Prospects (2018) European Business Organization Law Review, viide 10.

¹⁵⁰ H. Deng jt. (viide 149). Lk 468.

¹⁵¹ H. Deng jt. (viide 149). Lk 466.

¹⁵² H. Deng jt. (viide 149). Lk 466.

Rahvavabariigile on ICO'd keelustanud sellised riigid nagu Bangladesh, Nepal, Makedoonia, Boliivia, Ecuador, Pakistan, Alžeeria, Maroko ja Lõuna Korea.¹⁵³ Kusjuures Lõuna Korea kaalus 2019. aasta alguses ICO'de keelustamise lõpetamist oma naabri Jaapani näitel¹⁵⁴, kuid 2019. aasta jaanuari lõpu seisuga otsustas Lõuna Korea finantsjärelevalveasutus siiski kõik ICO'd keelu alla jätta.¹⁵⁵

Veidi utreeritult võib väita, et investorkaitse tagamise perspektiivist on ICO'de keelustamine kõige efektiivsem viis investorite kaitseks. Kui investoritel ei ole võimalust oma raha ICO'desse paigutada, ei ole neid ka millegi eest kaitsta vaja. Samas jätab selline lähenemine kõrvale muud kaalutlused, nagu näiteks ettevõtete jaoks kapitali kaasamise lihtsustamise ja edendamise (mille laiem eesmärk peaks olema majanduskasvu ja innovatsiooni soodustamine) ning ka investoritele, sh jaeinvestoritele, võimaluse loomine säästude investeerimiseks. Seega ei pea magistritöö autor ICO'de, ega ühegi muu (finants)innovatsiooni, keelustamist pikas perspektiivis õigustatuks. Küll aga möönab magistritöö autor, et keelustamise näol võib olla tegemist efektiivse esmase reaktsiooniga investorite huvide kaitseks, kuid tegemist peaks olema ainult ajutise vahendiga.

3.1.2. *Utility token*'ite avalikule pakkumisele olemasoleva regulatsiooni kohaldamine kui investorkaitse tagamise vahend

Teine potentsiaalne lähenemine ICO'de, sh *utility token*'ite avalike pakkumiste, reguleerimisel, mille kasuks on enamik riike, sh Eesti, otsustanud, on teha mitte midagi ning lähtuda olemasolevast regulatsioonist. Seda teed on läinud ka Ameerika Ühendriigid ning Euroopa Liit, kuigi viimase poolt on hiljuti antud märku, vähemalt Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve poolt, et teatud ulatuses peetakse eriregulatsiooni kehtestamist põhjendatuks.¹⁵⁶ Sellise lähenemise tendents on järgmine: kui ICO raames emiteeritav *token* kvalifitseerub vastava riigi õiguse alusel väärtpaberiks, kohaldatakse sellele väärtpaberile kohalduvat õigust, ning kui *token*'i näol ei ole tegemist väärtpaberiga, nt tegemist on *utility token*'iga, tõstavad eelkõige finantsjärelevalveasutused käed ülesse, väidavad, et see ei kuulu nende pädevusse, ning ei tee midagi. Alati on muidugi võimalus, et ICO korraldamisele ja *utility token*'ile kohalduvad

¹⁵³ F. Reese. ICO Regulations by Country. Bitcoin Market Journal. 27.07.2018. Arvutivõrgus: <https://www.bitcoinmarketjournal.com/ico-regulations/> (30.04.2019).

¹⁵⁴ D. Karatkevich. Latest ICO Laws and Regulations Worldwide in 2018. Openledger Insights. 14.01.2019. Arvutivõrgus: <https://openledger.info/insights/latest-ico-laws-and-regulations-worldwide-in-2018/> (30.04.2019).

¹⁵⁵ W. Suberg. South Korea Will Keep ICO Ban, Says Financial Services Commission. Cointelegraph. 31.01.2019. Arvutivõrgus: <https://cointelegraph.com/news/south-korea-will-keep-ico-ban-says-financial-services-commission> (30.04.2019).

¹⁵⁶ European Securities and Markets Authority (viide 6).

finantssektorivälised regulatsioonid, sh tarbijaõigus, lepinguõigus jms. Samas on *utility token*'ite avalike pakkumiste globaalset ja piiriülest ulatust arvestades see oht, et puudub õigusselgus millise riigi õigust kohaldama peaks. Täiendavalt, olemasolev regulatsioon ei ole välja töötatud ICO'de ja *utility token*'ite eripärasid silmas pidades ning võib seega hätta jääda. Just nende *token*'ite osas, mis ei kvalifitseeru Euroopa Liidu väärtpaberituru õiguse alusel väärtpaberiteks (*utility token*'id), on Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve leidnud, et erirežiimi kehtestamine on kõige sobivam meede.¹⁵⁷

Olukorras, kus konkreetne riik on otsustanud eriregulatsiooni mitte kehtestada ning valinud olemasoleva regulatsiooni ICO'dele kohaldamise tee, võib magistritöö autori hinnangul täiendavat väärtust, nii investorkaitse tagamisel kui ka näiteks õigusselguse tagamisel, pakkuda turuosaliste poolt iseregulatsiooni väljatöötamine ja (vabatahtlik) kohaldamine. ICO'de populaarsuse kasvuga koos on turule tekkinud ka ICO „valvekoerad“ ehk omaalgatuslikud järelevalveteostajad, usaldusväarsuse reitinguagentuurid, loetlematul hulgal konsultante, finantsvahendajaid, andmebaase, jne, kes võiksid ohjata ICO korraldajaid, faktikontrolli teostada, ning investoreid informeerida.¹⁵⁸

Coinbase¹⁵⁹, üks tuntumaid krüptovaluutade vahetusplatvorme, on välja töötanud hea tava (inglise keeles *best practices*), mida ICO korraldajad võiksid pakkumist läbiviies vabatahtlikult järgida.¹⁶⁰ Lisaks sellele, et Coinbase'i poolt avalikustatud dokument sisaldab ICO korraldamise head tava (2. peatükk), keskendub dokumendi 1. peatükk sellele, kuidas teha kindaks, kas konkreetne *token* kujutab endast väärtpaberit, ning 3. peatükk kujutab endast detailset Ameerika Ühendriikide väärtpaberiõiguse analüüsi. Arusaadavatel põhjustel sisaldab Coinbase'i koostatud dokument esimestel lehtedel ka selgelt esile tõstetud viidet sellele, et dokumendil on ainult informatiivne eesmärk ning see ei kujuta endast õiguslikku nõu.¹⁶¹

Coinbase'i *token*'ite müügi hea tava eessõnas on välja toodud, et need põhimõtted aitavad teavitada ja kaitsta investoreid ning suurendavad eduka *token*'ite müügi tõenäosust. Täiendavalt on lisatud, et enamike nende põhimõtete järgimine ei mõjuta otseselt seda, kas *token* kvalifitseerub Howey testi põhjal väärtpaberiks või mitte.¹⁶² Selle pinnalt võib järeldada,

¹⁵⁷ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 40.

¹⁵⁸ N. Crosser (viide 11). Lk 419.

¹⁵⁹ Vt täpsemalt Coinbase veebilehelt. Arvutivõrgus: <https://www.coinbase.com/> (30.04.2019).

¹⁶⁰ Coinbase (viide 110).

¹⁶¹ Coinbase (viide 110). Lk-d 1-2.

¹⁶² Coinbase (viide 110). Lk 4.

et hea tava eesmärk on suuresti sama, mis klassikalisel väärtpaberiturul õigusel – ühelt poolt edendada kapitali kaasamist ning teiselt poolt kaitsta investoreid. Coinbase'i *token*'ite müügi hea tava on struktuurselt jaotatud kuueks põhimõtteks, millest iga kohta on välja toodud, kuidas konkreetset põhimõtet järgida ning miks.

Esimene põhimõte näeb ette detailse white paper'i avaldamise, milles tuleks 1) kirjeldada plokiahelat ja süsteemi ennast, 2) määratleda selgelt ja hästi põhjendatult *token*'i funktsionaalsus ja vajadus, 3) detailselt kirjeldada süsteemi tehnilist poolt ja kavandatavat rakendust, 4) määrata konkreetsed sihid *token*'ite kogu arvule ja jaotumisele. Viimaks tuleks lasta mõnel sõltumatult asjatundjal white paper üle vaadata. Põhjendusena on välja toodud, et *token*'i omandaja jaoks on kriitiliselt tähtsusega mõista *token*'i funktsionaalsust ja omadusi, arendusega kaasnevat riski ja väljakutseid, ning süsteemi kasutamisega kaasnevat hüvesid.¹⁶³

Teise põhimõtte kohaselt tuleks koostada süsteemi väljatöötamise tegevuskava, milles tuleks mh välja tuua iga etapi kaasnev ajaline ja rahaline kulu. Selle põhimõtte järgimise raames näeb hea tava ette ka projektimeeskonna võtmeisikute välja toomise (sh nõustajad ja arendajad), läbipaistvuse tagamise võtmeisikute tasustamisel ning *token*'i omajate jooksva teavitamise arendustööde kulgemisest. Robustse tegevuskava põhjendusena on viidatud eelkõige sellele, et see annab investoritele kindluse, et nende panustatud rahalisi vahendeid kasutatakse ka eesmärgipäraselt süsteemi arendamiseks, mis tagab omakorda selle, et *utility token*'itel on tulevikus ka kasutusväärtus (arendatavas süsteemis). Lisaks on välja toodud, et võtmeisikute identifitseerimine võimaldab investoritel hinnata projekti usaldusväärsust ja edukuse tõenäosust ning vähendab pettuse riski.¹⁶⁴

Kolmas põhimõte on tehnilisemat laadi, ning selle kohaselt on hea tava kasutada avatud ja avalikku plokiahelat ning avaldada kogu kood. Täiendavalt peetakse selle põhimõtte raames heaks tavaks sõltumatu turvalisuse auditi läbimist enne pakkumise läbiviimist. Põhjenduste kohaselt toob avatud tarkvara ja plokiahela kasutamine kaasa läbipaistvust ning võimaldab osalejatel endil panustada süsteemi väljatöötamise arendustöösse.¹⁶⁵

¹⁶³ Coinbase (viide 110). Lk 4.

¹⁶⁴ Coinbase (viide 110). Lk 4.

¹⁶⁵ Coinbase (viide 110). Lk 5.

Neljanda põhimõtte kohaselt tuleks *token*'i müügi puhul kasutada selget, loogilist ja õiglast hinnastamist, milleks tuleks hea tava kohaselt määrata avaliku pakkumise käigus jaotatavate *token*'ite arvu ülempiir, kasutada õiglast hinnastamismehhanismi, mis ei tõstaks aja jooksul hinda, seada kaastavale rahale ülempiir ning samuti alampiiir, millest väiksema summa kaasamise korral rahalised vahendid investoritele tagastada. Muuhulgas on oluline lähtuda sellest, et kaastava raha summa ei ületakse reaalselt süsteemi arendusele kuluvat summat.¹⁶⁶

Viies põhimõte näeb ette arendusmeeskonnale ettenähtud *token*'ite arvu määratlemise ja piiritlemise, mis tuleks meeskonnale kättesaadavaks teha jooksvalt arendustöö konkreetsete etappide saavutamisel.¹⁶⁷

Kuues ning ühtlasi viimane põhimõte näeb ette soovitusel mitte turundada *token*'it kui investeringut. Heaks tavaks ei peeta *token*'i promomist kui instrumenti, mille väärtus ajas kasvab, vaid soovitatav on keskenduda eelkõige *token*'i funktsionaalsusele ja kasutusvõimalustele. Kusjuures heaks tavaks ei peeta ka pakkumise nimetamist ICO'ks, sest tegemist on IPO lühendist tuletatud analoogiaga ning see termin võib seostuda liigselt investeerimisega. Eelnevat tuleks järgida eelkõige sel põhjusel, et mitte *token*'ite omandajaid eksitada ning tekitada nendes ootust, et tegemist on spekulatiivse investeringuga.¹⁶⁸

Nagu ülaltoodud ülevaatest nähtub, keskendub Coinbase'i *token*'ite müügi hea tava investorkaitse tagamisel suuresti informatsiooni avalikustamisele ICO korraldajate poolt. Põhimõtteliselt kõik põhimõtted, v.a. viies põhimõte, põhinevad avalikustamisel. Magistritöö autor ei kahtle, et eelviidatud hea tava on koostanud isikute poolt, kes on ICO korraldamise nüanssidest ja laiemalt krüptovaradega kaasnevatest eripäradest vägagi teadlikud. Seetõttu on vägagi tõenäoline, et Coinbase'i koostatud hea tava või mõne teise turuosalise koostatud iseregulatsiooni järgimine võiks tuua kaasa küllaltki hea tasakaalu ühelt poolt investorkaitse tagamise ja teiselt poolt kapitali kaasamise edenendamise vahel, vähemalt võrreldes praeguse *status quo* olukorraga enamikes riikdes, kus riiklikku (või riikideülest) eriregulatsiooni kehtestatud ei ole.

Küll aga seondub magistritöö autori hinnangul iseregulatsiooni kui ühe võimaliku investorkaitse tagamise vahendiga kaks puudust. Esiteks, iseregulatsioon, nt hea tava näol, saab

¹⁶⁶ Coinbase (viide 110). Lk 5.

¹⁶⁷ Coinbase (viide 110). Lk 6.

¹⁶⁸ Coinbase (viide 110). Lk 6.

tõhusalt toimida ainult siis, kui selle on välja andnud, seda toetab või see on koostatud mõne autoriteetse turuosalise poolt, olgu selleks mõni erialaliit või üksik turuosaline. Vastasel juhul puuduks iseregulatsioonil piisavalt lai levik, et see saavutaks teiste turuosaliste ja investorite silmis aktsepteeritava standardi. Arvestades ICO'de globaalset piiriülest haaret ning turu killustatust on kaheldav mõne üksiku piisava autoriteedi olemasolu, kes laialdaselt aktsepteeritava standardi kehtestada võiks. Teine võimalik puudus seondub magistritöö autori hinnangul sellega, kuidas tagada, et heast tavast ka päriselt kinni peetakse. Kui avalik-õigusliku regulatsiooni puhul on järelevalveasutustel enamasti mitmeid seadusega tagatud meetmeid¹⁶⁹ nõuetest kinni pidamise kontrollimiseks (nt õigus nõuda andmete ja dokumentide esitamist), nõuetest kinni pidamise sundimiseks (nt õigus teha ettekirjutus) ning nõuetest mitte kinnipidamise korral karistamiseks (nt sunniraha, rahatrahv või rahaline karistus), siis vabatahtlike iseregulatsioonide puhul on need meetmed kas puudulikud või oluliselt piiratud ning sõltuvad ainult pooltevahelistest kokkulepetest. Ükski iseregulatsiooni organ ei saa ilma vastava kokkuleppete oma-algatuslikult võtta endale õigust teist turuosalist millekski sundida või millegi eest karistada.

Üks võimalikest lahendustest iseregulatsioonist kinnipidamise tagamiseks või vähemalt sellele kaasaaitamiseks on premeerida ja ergutada iseregulatsiooniga konformset käitumist, näiteks väljastades head tava järgivatele ICO korraldajatele heast tavast kinnipidamist tõendav sertifikaat või nimetades nad avalikult ära kui hea tava järgijad. Siinkohal ollakse aga ringiga tagasi esimese puuduse juures – selle eelduseks on taaskord autoriteetse iseregulatsiooniorgani olemasolu, kelle poolt väljastatud sertifikaat või nimetamine hea tava järgijana kujutaks endast teiste turuosaliste ja investorite silmis aktsepteeritavat standardit. Näiteks Eestis on FinanceEstonia koostanud turuosalistega koostöös nii krediidiandjate ja -vahendajate hea tava, kui ka ühisrahastuse hea tava, millede järgmise korral väljastab FinanceEstonia vastavale ettevõttele sertifikaadi ning nimetab nad oma kodulehel ära, kui head tava järgivad ettevõtted.¹⁷⁰ Arvestades Eesti turu väiksust ning FinanceEstonia olulist rolli Eesti finantsteenuste turul, võib eeltoodud iseregulatsioone pidada tõenäoliselt efektiivseks. Samas, nagu magistritöö autor juba eelnevalt välja tõi, on sellise autoriteedi olemasolu ICO'de ja *utility token*ite avalike pakkumiste kontekstis, arvestades nende globaalselt piiriülest haaret ning turu killustatust, kaheldav (vähemalt magistritöö kirjutamise ajal).

¹⁶⁹ Vt väärtpaberite kontekstis näiteks prospektimääruse artiklid 20, 32, 38 ja 42.

¹⁷⁰ Vt täpsemalt FinanceEstonia kodulehelt. Arvutivõrgus: <http://www.financeestonia.eu/> (30.04.2019).

3.1.3. *Utility token*'ite avalikule pakkumisele kohalduv eriregulatsioon kui investorkaitse tagamise vahend

Samal ajal, kui enamik riike on jäänud ICO'de reguleerimise osas passiivseks, jäädes lootma olemasoleva regulatsiooni kohaldumise piisavusele, leidub käputäis riike, kes on võistluses selle nimel, millisest riigist saab järgmine finantstehnoloogia või vähemalt ICO'de globaalne või Euroopa keskus, läinud seda teed, et on astunud esimesi konkreetseid samme eriregulatsiooni suunas. Seda eelkõige nende *token*'ite osas, mis kohaliku õiguse kohaselt väärtpaberina ei kvalifitseeru, ehk *utility token*'ite osas. Seda on täheldanud ka Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve, kes oma viimases ICO'dele keskenduvast juhises on sellele viidanud. ESMA on märkinud, et mõistab liikmesriikide soovi tuua valdkonda nii kaitset pakkuvat kui ka toetavat lähenemist, kuid on mures eelkõige selle üle, et see ei taga võrdsete võimalustega ala üle Euroopa Liidu. ESMA hinnangul on asjakohasem Euroopa Liidu ülene lähenemine, arvestades muuhulgas krüptovarade piiriülest olemust.¹⁷¹

Magistritöö autor on sellele lähenemisega nõus, sest see oleks muuhulgas kooskõlas ka laiema Euroopa Liidu eesmärgiga liikuda efektiivse ja nõuetekohase siseturu toimimise poole. ICO'de Euroopa Liidu ülese reguleerimise kontekstis on Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve oma juhistes viidanud sellele, et Euroopa Liidu seadusandjad võiksid kaaluda võimalust kehtestada erirežiim selliste krüptovarade osas, mis ei kvalifitseeru finantsinstrumentidena, st *utility token*'id. ESMA hinnangul eeldaks sellise režiimi saavutamine esimese tasandi meetmete kehtestamist.¹⁷² Finantsteenuseid puudutav õigusloome protsess lähtub Euroopa Liidus 2001. aastal välja töötatud Lamfalussy arhitektuurist, mille kohaselt koosneb õigusloomeprotsess neljast institutsiooni tasandist.¹⁷³ Lamfalussy arhitektuuri esimene tasand kujutab endast Euroopa Komisjoni ettepanekul Euroopa Parlamendi ja Nõukogu poolt vastuvõetud õigusakte, st direktiive ja määruseid. Uute esimese tasandi meetmete kehtestamine võimaldaks ESMA hinnangul kujundada kohalduvad nõuded vastamaks selliste spetsiifilistele riskidele ja probleemidele, mis seonduvad krüptovaradega, mis finantsinstrumentidena ei kvalifitseeru.¹⁷⁴ See võimaldaks samuti kehtestada erinevad nõuded sõltuvalt nende krüptovarade konkreetsetest omadusest, sest mõned krüptovarad võivad sarnaneda vähem traditsioonilistele finantsinstrumendidele kui teised, ning ei pruugi seega kujutada endast samu riske ega

¹⁷¹ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 5, lg 9.

¹⁷² European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 40, lg 182.

¹⁷³ Vt täpsemalt European Commission. Regulatory process in financial services. The Lamfalussy architecture. Arvutivõrgus: <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services> et (30.04.2019).

¹⁷⁴ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 40, lg 182.

probleeme. Selliste krüptovaradena on ESMA välja toonud „tõelised“ (inglise keeles *pure utility token*)¹⁷⁵ id, millel tundub olevat vähe seost finantsturgudega, ning mida saab kasutada vaid teatud teenuste või toodete lunastamiseks.¹⁷⁵ Täiendavalt usub ESMA, et Euroopa Liidu seadusandjad peaksid võtma edasiseks prioriteediks seada sisse kohased nõuded riskide avalikustamiseks, sh emitendiga seotud risk, projektiga seotud risk, *token*’i väljendatavate õigustega seonduv risk, alustehnoloogiaga seotud risk, ning potentsiaalne huvide konflikt, tagamaks, et investorid/tarbijad on teadlikud kõikidest riskidest enne krüptovaradesse raha paigutamist. Täiendavalt on juhises täheldatud, et praeguse seisuga varieerub ICO’de niinimetatud white paper’ite kvaliteet, läbipaistvus ja riskide avalikustamise ulatus suuresti, keskenduses muuhulgas tihti rahalise kasu võimalikkusele, õhutamaks tarbijate spekulatiivset investeerimist isegi siis, kui vastaval krüptovaral puuduvad õiguslikud tunnused kvalifitseerumaks finantsinstrumendina, st tegemist on *utility token*’iga.¹⁷⁶

Kõige eelnevalt kirjeldatu valguses on Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve konkreetne soovitus magistritöö autori hinnangul ootamatult vastupidine – keskenduda nende krüptovarade puhul, mis ei kvalifitseeru finantsinstrumentideks, st eelkõige *utility token*’id, eeskätt krüptovarade omandajate hoiatamisele nende krüptovaradega kaasnevatest risikidest, selle asemele, et kehtestada üksikasjalikum regulatsioon, mis võib sellised krüptovarad seadustada ja tuua sarnase reguleerimispädevuse alla, nagu seda on krüptovarad, mis kvalifitseeruvad väärtpaberitena.¹⁷⁷ Esiteks, ESMA on avalikustanud 2017. ja 2018. aastal kaks ametlikku seisukohta seoses ICO’dega ning ühe kõiki virtuaalvaluutasid puudutava hoiatuse.¹⁷⁸ Magistritöö autorile jääb arusaamatuks, mis põhjustel peab ESMA vastavalt kaks aastat ja aasta hiljem, rõhutades oma juhises jälle, et investoreid ohustavad endiselt ICO’dega kaasnevad riskid, kõige kohasemaks meetmeks investorite kaitsmisel taaskord pelgalt nende hoiatamist, olgugi, et selle meetme abil on üritatud juba varasemalt investoreid kaitsta. Teiseks, ESMA on oma viimaste juhiste alguses paiknevas lühikokkuvõttes selgelt viidanud sellele, et kui krüptovarad ei kvalifitseeru finantsinstrumentideks, on tarbijad kohalduvate finantsõigusaktide puudumisel avatud olulistele riskidele, ning usub, et Euroopa Liidu seadusandjad peaksid kaaluma võimalikke alternatiive riskide addresserimiseks proportsionaalsel viisil.¹⁷⁹ Selle

¹⁷⁵ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 40, lg 182.

¹⁷⁶ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 40, lg 184.

¹⁷⁷ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk-d 40-41, lg 185.

¹⁷⁸ European Securities and Markets Authority. ESMA highlights ICO risks for investors and firms. 13.11.2017. Arvutivõrgus: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms> (30.04.2019).

¹⁷⁹ European Securities and Markets Authority (viide 6). Lk 5, lg 8.

taustal on magistritöö autori arvates küsitav ESMA soovitus kohasus piirduda taaskord pelgalt investorite/tarbijate hoiatamisega.

Kui tõepoolest Euroopa Liidu seadusandja otsustab praegusel hetkel *utility token*'ite osas eriregulatsiooniga mitte sekkuda, võivad need riigid, kes juba praegu on välja töötamas eriregulatsiooni, olla võistluses globaalse või Euroopa Liidu finantstehnoloogia keskuse tiitlile sammukese lähemal, eeldusel, et nad on suutnud saavutada mõistliku tasakaalu investorite kaitse ja kapitali kaasamise edenedamise vahel. Igal juhul väärivad need algatused käesolevas magistritöös tähelepanu, et selgitada nende näitel välja, milline võiks olla *utility token*'ite avalikule pakkumisele kohalduva avalikustamiskohustuse ulatus ja sisu, mis magistritöö autori hinnangul võiks vähemalt Euroopa Liidu siseselt olla harmoniseeritud regulatsiooni keskeks vahendiks investorkaitse tagamisel.

3.2. Avalikustamiskohustus *utility token*'ite avalikule pakkumisele kohalduvas eriregulatsioonis

3.2.1. Avalikustamiskohustus Prantsusmaa eriregulatsioonis

Prantsusmaa valitsus on võtnud eesmärgiks välja töötada terviklik õiguslik raamistik, mis kataks kõiki krüptovarade emiteerimise, nendesse investeerimise ja nendega seotud teenuste pakkumisega seotud tegevusi, tagamaks parimal moel investorite kaitse.¹⁸⁰ See raamistik paikneb uues väljatöötatavas PACTE seaduses, mis ei tegele ainuüksi krüptovaradega, vaid mille läbi püütakse reformida Prantsusmaa ühinguõigust laiemalt.¹⁸¹ Prantsuse keelest inglise keelde tõlgituna kujutab PACTE endast *Action Plan for Business Growth and Transformation* nimelist õigusakti. Magistritöös leiavad käsitlust vaid PACTE seaduse need sätted ja lähenemised, mis seonduvad konkreetset ICO'de ehk *utility token*'ite avalike pakkumistega.

Esiteks näeb PACTE seadus ette võimaluse *utility token*'ite avalike pakkumiste vabatahtliku esitamise Prantsusmaa finantsjärelevalveasutusele AMF (prantsuse keeles *Autorité des marchés financiers*) kinnitamiseks.¹⁸² PACTE seaduse artikkel 26 näeb ICO korraldajatele ette võimaluse taotleda AMF-ilt viisat tingimusel, et pakkumisele ei kohaldu olemasolev

¹⁸⁰ C. Le Moign. French ICOs – A New Method of Financing? AMF. Lk 21. Arvutivõrgus: https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b (30.04.2019).

¹⁸¹ M. Boudes, Q. Renoul. The impact of France's PACTE corporate reform law on the country's social and solidarity economy. 02.02.2019. Arvutivõrgus: <https://theconversation.com/the-impact-of-frances-pacte-corporate-reform-law-on-the-countrys-social-and-solidarity-economy-109787> (30.04.2019).

¹⁸² C. Le Moign (viide 171). Lk 22.

regulatsioon, mis kohalduks väärtpaberite avaliku pakkumise korral, ning tegemist on juriidilise isikuga, mis on asutatud või registreeritud Prantsusmaal. Järelikult kohaldub PACTE seadus vaid *utility token*'ite avalikul pakkumisel, ning need *token*'id, mis kvalifitseeruvad Prantsusmaa õiguse alusel väärtpaberina, jäävad väärtpaberiturgude regulatsiooni kohaldamisalasse. AMF kontrollib seejärel, kas pakkumine tagab piisaval tasemel teatud miinimumgarantiid investorite kaitseks, eelkõige kontrollib AMF investorile esitatava teabedokumendi kvaliteeti, kaasatud vahendite tõhusaks jälgimiseks ja kindlustamiseks kehtestatud süsteemide olemasolu, ning turunduslikel eesmärkidel koostatud promo- ja reklaammaterjale. AMF'ilt viisa saamisel kohalub emitentidele ka kohustus teavitada investoreid kogu kaasatud kapitali lõplikust summast ning järelturu olemasolust, kui *utility token*'id noteeritakse kauplemisele. Nagu eelnevast nähtub, siis keskendub AMF emitendile viisa väljastamisel eelkõige investoritele avalikustaval teabel (teabedokumendi kvaliteet, promo- ja reklaammaterjalide sisu). Täiendavalt kohalduvad nn registreeritud ICO'sid korraldavatele emitentidele rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise alased nõuded.

Nende *utility token*'ite emitentide kohta, kellele AMF on väljastanud viisa, koostab AMF avalikustatava nimekirja (nn „valge nimekirja“, inglise keeles *white list*). Emitendi ilmumine „valges nimekirjas“ tähendab seda, et emitent täidab kõiki kohalduvaid nõudeid ning saadab potentsiaalsetele investoritele selge sõnumi, et tegemist on usaldusväärse emitendiga. Kui pärast „valgesse nimekirja“ kandmist avalikustab emitent viisa saamise, selle olemuse või mõju kohta väärinformatsiooni, on AMF-il õigus teha avalik teadaanne ning viidata nendele valeväidetele ja konkreetsetele isikutele, kes neid levitavad. Kui pärast viisa saamist selgub, et emitent ei täida enam neid tingimusi, mis viisa saamise eelduseks olid, võib AMF keelata emitendil „valgesse nimekirja“ kuulumisele või viisa omamisele viitamise ning viisa kas ajutiselt peatada (seniks kuni emitent taas nõudeid täidab) või lõplikult tühistada.

Olgugi, et see ei seonu otseselt investorkaitse tagamisega, on magistritöö autori hinnangul üheks huvitavaks ja praktiliseks tagajärjeks, mida PACTA seaduset veel välja tuua, see, et AMF-ilt viisa saanud emitentidele on kohalikud krediidasutused kohustatud avama arvelduskonto, mis peab võimaldama igapäevaseid pangatoiminguid teostada efektiivselt ja ilma eriliste piiranguteta. Kui krediidasutus leiab, et tõepoolest esineb põhjendatud alus konto avamisest keeldumiseks, peab ta seda põhjendama Prantsusmaa panganduse

järelevalveasutusele.¹⁸³ Sellise sätte lisamine PACTA seadusesse seondub tõenäoliselt vägagi praktilise probleemiga, millega kuuldavasti paljud ICO emitendid kokku puutuvad. Nimelt, pärast edukat ICO pakkumist ja *token*'ite müüki on reeglina ICO emitendi krüptorahakotis kuni mitme(kümne) miljoni US dollari või euro väärtuses krüptovaluutat. Vaatamata krüptoentusiastide optimismile, et pruugi aga krüptovaluutad (nt Bitcoin või Ether, mille vastu enamasti ICO'de raames *token*'eid väljastatakse) olla just kõige efektiivsem vahend käibekapitali tarvis igapäevaste arendustegevusega kaasnevate kulutuste katmiseks. Seega tuleks emitendi krüptorahakotis olevad krüptovaluutad konverteerida mõnel vahetusplatvormil ametlikusse valuutasse ning kanda tavapärasele pangakontole. Siinkohal seisavad aga ICO emitendid tihti silmitsi probleemiga – krediidasutus peab konto avamisel rahapesu reegleid järgides kohaldama hoolsusmeetmeid, sh tuvastama rahaliste vahendite päritolu. Kuivõrd krüptovaradega seondub enamike pankade jaoks kõrgendatud rahapesu ja terrorismi rahastamise risk, keelduvad pangad konto avamisest ja/või ICO'st pärinevate rahaliste vahendite kontole vastu võtmisest. Olukorras, kus AMF-i poolt väljaantud viisa justkui kinnitab, et ICO emitendi näol on tegemist reaalselt ekisteeriva ja ausa ettevõttega, kes on raha kaasamisel ka ise rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise nõuded kohaldanud ja kaasatud raha päritolu nõuetekohaselt tuvastanud, võib pidada isegi põhjendatuks riigipoolset pankade tagant utsitamist kontode avamiseks.

Kokkuvõtvalt on valinud Prantsusmaa vabatahtliku eriregualtsiooni tee, mis peaks võimaldama investoritel tuvastata usaldusväärsed, pettustega mittesoetud projektid, millesse Prantsusmaal investeerida, ning tagama asjakohase tasakaalu investorite kaitse ja innovatsiooni vahel. Samas, ka Prantsusmaa seadusandja ise on tunnistanud, et arvestades ICO projektide piiriülest loomu ja selle investearingu tüüpi, ei saa ilma rahvusvahelise koostööta projektide reguleerimisel ja pettuste peatamisel.¹⁸⁴

Magistritöö autori hinnangul väärneb Prantsusmaa algatus kindlasti tähelepanu ning nii teiste riikide kui ka nt Euroopa Liidu seadusandjal tasuks jälgida, kuidas see lähenemine turuosaliste poolt vastu võetakse ja milliseid mõjusid see avaldab. Kuivõrd magistritöö autor ei valda prantsuse keelt, ei olnud võimalik autoril PACTE seaduse originaaltekstiga tutvuda ning ülaltoodud kirjeldus põhineb PACTE seadust käsitlevatel ingliskeelsetele ülevaadetel ja artiklidel. Läbitöötatud materjalide pinnalt jäi magistritöö autorile selgusetuks see, millises

¹⁸³ T. Verbiest, D. Richebourg. The New French Legal Regulations For All Crypto-Active Players. Legalico. 21.03.2019. Arvutivõrgus: <https://www.legalico.io/the-new-french-legal-regulations-for-all-crypto-active-players/> (28.04.2019).

¹⁸⁴ C. Le Moign (viide 171). Lk 23.

ulatuses näeb PACTE seadus ette nõuded avalikustatava teabe sisule, kui üldse. Võimalik, et seaduse tasandil täpsemaid nõudeid avalikustatavale informatsioonile ette ei nähtagi, ning see saab olema iga ICO emitendi endi otsustada, millist teavet ta piisavalt oluliseks peab, et see avalikustada. Nii nagu magistritöö autor PACTE seadust käsitletavatest inglise keelsestest allikatest aru sai, kontrollib Prantsusmaa finantsjärelevalveasutus AMF muuhulgas investoritele esitatava dokumendi kvaliteeti. Selline lähenemine, mis lähtub iga üksikjuhtumi eripäradest, võib magistritöö autori arvetes olla täiesti põhjendatud, arvestades neid lõputuid võimalusi, milliseid õiguseid pakutavad *utility token*'id võivad väljendada, millised funktsioone omada, ning millised riskid sellest tulenevalt *token*'i omandamisega kaasneda võivad. Teiselt poolt, arvestades seda, et investoritele esitatava dokumendi koostamine kujutab endast emitendile kulu, oleks magistritöö autori hinnangul põhjendatud kehtestada PACTA seaduses ka konkreetsemad nõuded avalikustatava informatsiooni sisule. See hoiaks tõenäoliselt kokku nii emitendi kui ka AMF kulusid investorile esitatava dokumendi kvaliteedi tagamisel. Vastasel juhul võivad tekkida olukorrad, kus emitentidel puudub selge ettekujutus AMF'i ootustest investoritele esitatava dokumendi kvaliteedile, ning aktsepteeritava dokumendi koostamine võib lõpuks läbida mitu tagasiside ringi, enne kui see AMF'i poolt kinnitatud saab. Küll aga peaksid nõuded avalikustatava teabe sisule olema võimalikult üldised, arvestamaks neid lõputuid võimalusi, milliseid õiguseid pakutavad *utility token*'id võivad väljendada, millised funktsioone omada, ning millised riskid sellest tulenevalt *token*'i omandamisega kaasneda võivad.

3.2.2. Avalikustamiskohustus Lichtensteini eriregulatsioonis

28. augustil 2018. aastal avalikustas Lichtensteini valitsusasjade- ja rahandusministeerium (inglise keeles *Ministry for General Government Affairs and Finance of Liechtenstein*) konsultatsiooniraporti¹⁸⁵, mis käsitles uue plokiahela seaduse (*Blockchain Act*) eelnõud.¹⁸⁶ Konsultatsiooni- ja audiitorettevõtte PwC on välja toonud, et plokiahela seaduse väljatootamisega on Lichtensteini valitsus tunnustanud plokiahela suurt potentsiaali riigi majandusele, eelkõige Lichtensteinis asuvatele finantsteenuste pakkujatele. Uue seaduse eesmärgiks on tagada õigusselgus turuosalistele (sh investoritele ja teenuspakkujatele), et aidata kaasa *token*'i majanduse (inglise keeles *token economy*) arengule, kaitstes samal ajal riigi

¹⁸⁵ Unofficial Translation of the Government Consultation Report and the Draft-Law on Transaction Systems Based on Trustworthy Technologies (Blockchain Act). Arvutivõrgus: <https://www.naegele.law/downloads/2018-10-05-Unofficial-Translation-of-the-Draft-Blockchain-Act.pdf> (30.04.2019). Konsultatsiooniraporti lisana on kättesaadav ka plokiahela seaduse eelnõu.

¹⁸⁶ Lichtenstein. Liechtenstein preparing Blockchain Act. Pressiteade. 29.08.2018. Arvutivõrgus: <https://www.liechtenstein.li/en/news-detail/article/liechtenstein-preparing-blockchain-act/> (30.04.2019).

reputatsiooni.¹⁸⁷ Plokiahela seaduse kohaldamisala on laiem, kui ainult ICO'd, ning Lichtensteini valitsus on otsustanud õigusselguse loomiseks tuua selle seaduse kohaldamisalasse ka kõik teised teenuspakkujad, kes *token*'ite või krüptovaradega kokku puutuvad ja/või plokiahela tehnoloogiat rakendavad. Magistritöö fookuse hoidmiseks keskendub autor ainult Lichtensteini plokiahela eelnõu nendele sätetele, mis kohalduvad *utility token*'ite avaliku pakkumise korraldamisel ning seonduvad avalikustamiskohustusega.

Lichtensteini plokiahela seaduse artikkel 14 käsitleb üldiseid *utility token*'i emitendi kohustusi, millest esimesena, alapunkti a) all, on sätestatud põhiteabe avalikustamise kohustus, kusjuures põhiteave peab olema avalikult kättesaadav vähemalt 10 aasta jooksul pärast *utility token*'ite emiteerimist. Konsultatsiooniraportis sisalduvas eelnõu seletuskirjas/kommentaaries on märgitud, et selle sätte eesmärgiks on tagada investoritele põhiteabele ligipääsetavus igal ajal, sh ka siis kui investor on *utility token*'i soetanud esmasest pakkumisest ajaliselt hiljem järelturult. Magistritöö autori hinnangul on see hea viis ka järelturu investorite kaitsmiseks olukorras, kus krüptovaluutade plavormile kohalduv regulatsioon (kui üldse eksiteerib) või krüptovaluutade platvormi endi reeglid seda ei taga.

Põhiteabe avalikustamist, millele plokiahela seaduse artikli 14 alapunkt a) viitab, käsitleb täpsemalt plokiahela seaduse D. osa (artiklid 28 kuni 35). Plokiahela seaduse artikkel 28 sätestab üldise põhimõtte, mille kohaselt tohib Lichtensteinis *utility token*'eid emiteerida ainult tingimusel, et emitent on eelnevalt avaldanud *utility token*'ite avaliku pakkumise kohta käiva põhiteabe ning teavitanud pakkumisest Lichtensteini finantsjärelevalveasutust (FMA). Eelnõu kommentaarides on välja toodud, et FMA ei hinda igal üksikul juhul *utility token*'i avaliku pakkumise nõuetelevastavust, kuid FMA teavitamisega tagatakse see, et järelevalveasutus on teadlik, milliseid *utility token*'ite avalikke pakkumisi riigis korraldatakse, ning saab vajadusel võtta vastavaid meetmeid, kui selgub, et avalik pakkumine ei vasta seaduse nõuetele.¹⁸⁸ Plokiahela seaduse järgmine säte, artikkel 29, kehtestab põhiteabele kohalduvad formaalsed ja keelelised nõuded: põhiteave peab olema esitatud kergesti mõistetavas ja arusaadavas vormis; põhiteave võib sisalduda mitmes erinevas dokumendis; juhul kui põhiteave sisaldub mitmes erinevas dokumendis, tuleb avalikustada ka lühike ja kokkuvõtlik ülevaade sellest, milline informatsioon millises dokumendis asub; põhiteave tuleb kirjutada ja avalikustada kas inglise

¹⁸⁷ G. Dobrauz. Liechtenstein publishes draft of the new Blockchain Act. PwC. 30.08.2018. Arvutivõrgus: <https://www.pwc.ch/en/insights/regulation/liechtenstein-publishes-draft-of-the-new-blockchain-act.html> (30.04.2019).

¹⁸⁸ Plokiahela seaduse konsultatsiooniraport (viide 185). Lk 111.

või saksa keeles¹⁸⁹. Plokiahela seaduse artikkel 30, mis on kõikidest *token*'ite avalikule pakkumisele kohalduvatest sätetest kõige mahukam ja sisukam, sätestab nõuded põhiteabe sisule. Viidatud artikli esimese lõike kohaselt peab põhiteave sisaldama järgmist:

- a) teave emiteeritavate *token*'ite ning nendega seonduvate õiguste kohta;
- b) kasutatava tehnoloogia kirjeldus;
- c) kasutatava plokiahela määratlus;
- d) *token*'ite emiteerimise aluseks oleva tehingu eesmärgi ja olemuse kirjeldus;
- e) *token*'ite soetamise ja üleandmise tingimused;
- f) teave *token*'ite omandamisega kaasnevates riskides;
- g) hoiatus selle kohta, et investering ei ole tagatud hoiuste tagamise seaduse (inglise keeles *Deposit Guarantee Act*) ja investorite kompensatsiooni seadusega (inglise keeles *Investor Compensation Act*);
- h) kui *token*'id väljendavad õigust varale, siis
 - a. ametliku sõltumatu tõestaja tõestus sellest, et vara kuulub emitendile;
 - b. ametliku sõltumatu tõestaja kinnitus, et *token*'i väljendatavad õigused on ka põhiteabega kooskõlas jõustatavad.

Plokiahela seaduse artikli 30 lõige 2 sätestab *token*'i emitendile kohustuse koostada põhiteabe avalikustamise raames kokkuvõtte, mis annab lühida ja kergesti mõistetava ülevaate kõige olulisemast informatsioonist samas keeles, milles koostati algselt põhiteave. Kokkuvõtte peab sisaldama ka hoiatusi selle kohta, et: (i) selle ainus eesmärk on anda ülevaate põhiteabest; (ii) *token*'i omandaja peab läbi lugema kogu põhiteabe enne investeringu tegemist; ning (iii) neid isikuid, kes on võtnud vastutuse kokkuvõtte, sh selle tõlke, koostamise eest, või kellelt kokkuvõtte pärineb, saab võtta vastutusele, kuid ainult juhul kui kokkuvõtte on põhiteabe teiste osadega koos lugedes eksitav, ebatäpne või vastuoluline. Plokiahela seaduse artikkel 30 jätkub lõiketega 3 ja 4, mis mõlemad käsitlevad teavet *token*'ite avaliku pakkumisega seotud isikute kohta, hõlmates nii füüsilisi isikuid kui ka juriidilisi isikuid. Lõige 3 keskendub nendele isikutele, kes vastutavad põhiteabe avalikustamise eest, ning lõige 4 nendele isikutele, kes on laiemalt *token*'ite avaliku pakkumisega seotud, sh isikud, kes vastutavad *token*'ite tehnilise ja õigusliku funktsioneerimise eest. Lõikes 3 nimetatud põhiteabe eest vastutavad isikud peavad sama lõike kohaselt põhiteabes ka kinnitama, et neile teadaolevalt on avalikustatav informatsioon õige ja ühtegi olulist detaili ei ole välja jäetud. Juriidiliste isikute puhul tuleb avalikustada nimi ning registreeritud asukoht. Füüsiliste isikute osas avalikustava teabe sisu ja

¹⁸⁹ Lichtensteini riigikeel on saksa keel.

detailsuse kohta plokiahela seadus midagi ei sätesta. Viimase nõudena põhiteabe dokumendi sisu ja vormi osas näeb plokiahela seaduse artikli 30 lõige 5 ette, et põhiteabe dokument peab sisaldama *token*'ite avaliku pakkumise kuupäeva ning olema emitendi poolt allkirjastatud. Plokiahela seaduse artikli 30 kõige viimane – lõige 6 – reguleerib põhiteabe täiendamist. Selle lõike kohaselt tuleb igasugune uus tähtis asjaolu või oluline ebatäpsus põhiteabes sisalduva informatsiooni osas, mis võib mõjutada emiteeritud *token*'ite väärtust, ning mis selgub pärast *token*'ite esmast avaliku pakkumist, välja tuua põhiteabe lisana. Lisa tuleb avalikustada ning sellest teavitada FMA-le hiljemalt 7 tööpäeva jooksul. Vastavalt tuleb täiendada ka põhiteabe kokkuvõtete ja tõlget.

Plokiahela seaduse artikkel 31 loetleb erandid, millal põhiteavet avalikustama ei pea: (i) kui kõik *token*'i omandajad on kontrollitaval viisil loobunud enne *token*'ite omandamist põhiteabest; (ii) kui pakkumine on suunatud vähemale kui 150-le investorile; (iii) kui kogu pakkumise maht ei üle 1 miljonit Šveitsi franki (CHF) või võrdväärset summat teises valuutas arvestatuna 12-kuulisel perioodil; (iv) kui eksisteerib olemasolev kohustus avalikustada võrdväärset informatsiooni *token*'i avaliku pakkumise kohta mõne teise seaduse alusel.

Isikute osas, kes vastutavad põhiteabe, kokkuvõtte ja tõlke õigsuse eest, näeb plokiahela seaduse artikkel 32 ette vastutusstandardi: need isikud vastutavad väärja ja mittetäieliku informatsiooni avalikustamise tagajärjel tekkinud kahju eest, kui nad ei tõenda, et järgisid mõistlikult hoolika ettevõtja hoolsust põhiteabe koostamisel. Kahjuks loetakse ainult otsest kahju, ning mitte saamata jäänud tulu.

Arvestades käesoleva magistritöö peatükis 1.1.2 toodud riske, millele *utility token*'ite investorid eelkõige avatud on, ning milliseid riske on võimalik informatsiooni asümmeetria vähendamisega maandada, on magistritöö autori hinnangul plokiahela seaduse artikliga 30 kõige olulisemad *utility token*'ite avaliku pakkumisega seonduvad aspektid kaetud. Kui lähtuda käesoleva magistritöö peatükis 2.2 toodud järeldustest, võib esialgu küsitav tunduda kohustus põhiteavet täiendada põhiteabes sisalduva informatsiooni osas uute tähtsate asjaolude või oluliste ebatäpsuste ilmnemisel. Seda eelkõige peatükis 2.2 toodud järelduse valguses, mille kohaselt näib, et *utility token*'ite hinda järelturul ei mõjuta emitendi ja projekti/süsteemi arendamisega seonduv, ning *utility token*'i hind kujuneb järelturul eelkõige vahetusväärtuse alusel teiste krüptovarade vastu. Samas on magistritöö autori hinnangul tegemist siiski ka *utility token*'ite puhul kohase avalikustamiskohustusega. *Utility token*'ite avalikul pakkumisel kohalduva avalikustamiskohustuse eesmärk peaks olema kaitsta eelkõige isikut, kes soetab või

on soetanud endale *utility tokeni* avaliku pakkumise tulemusel (st esmaturult). Sellisel juhul ei saa aga välistada, et see isik on *utility token*'i soetanud just *token*'i poolt väljendatava kasutusväärtuse tõttu, ning mitte spekulatiivsel eesmärgil. Põhiteabe täiendamise kohustus kaitseb sellisel juhul just eelnimetatud investorit, kelle jaoks on kahtlemata oluliseks teabeks uued tähtsad asjaolud või olulised ebatäpsused põhiteabes sisalduva informatsiooni osas.

Avalikustamiskohustuse põhisisu osas väärib magistritöö autori hinnangul äramärkimist Lichtensteini lähenemine avalikustamiskohustuse sisu detailsuse määratlemisel, mille osas on plokiahela seaduse eelnõu kommentaarides mitmes kohas rõhutatud, et seadusandja on püüdnud hoida avalikustamiskohustuse sisu võimalikult üldisena, sätestades vaid niiöelda pealkirja tasandil aspektid ja teemad, mida avalikustatav põhiteave sisaldama peaks. Lähtuda tuleks põhimõttest, et piisav informatsiooni tase on saavutatud siis, kui *token*'i omandamisest huvitatud isik on võimaline leidma põhiteabe hulgast piisavalt informatsiooni *token*'ite emiteerimisega seotud detailide, selle eesmärgi, ning sellega seonduvate riskide ja võimaliku kasu kohta mõistliku aja jooksul. See, kuidas täpselt see tase saavutatakse, on iga emitendi enda otsustada ja vastutada.¹⁹⁰ Selline käsitus ühtib ka magistritöö autori arusaamaga sellest, kuidas oleks *utility token*'ite avalikul pakkumisel kohalduva avalikustamiskohustuse ulatust mõistlik regulatsiooniga määratleda, millele on autor viidanud ka peatükis 3.2.1 Prantsusmaa eriregulatsiooni osas.

Täiendavalt on magistritöö autori arvates sobivalt adresseeritud ICO'dega laiemalt kaasnevat kõrget pettuste riski, ning seda läbi FMA teavitamise *utility token*'ite avaliku pakkumise korraldamisest. Nagu ka plokiahela seaduse eelnõus on välja toodud, siis FMA teavitamisega tagatakse see, et järelevalveasutus on teadlik, milliseid *utility token*'ite avalikke pakkumisi riigis korraldatakse, ning saab vajadusel võtta vastavaid meetmeid, kui selgub, et avalik pakkumine ei vasta seaduse nõuetele.¹⁹¹ Tõenäoliselt on sellega hõlmatud ka olukorrad, kus *utility token*'ite avaliku pakkumise näol on tegemist pettusega. Veelgi enam võib FMA teavitamine omada preventatiivset mõju pettuste ärahoidmisel.

Osas, mis puudutab põhiteabe kokkuvõtte avalikustamise kohustust, teenib taaskord regulatsioon magistritöö autori hinnangul edukalt investorite kaitse eesmärki andes lühida ning kergesti mõistetava ülevaate kõige olulisemast informatsioonist. Tendentsi, kus teenuspakkujat kohustatakse kliendile esitama olulist teavet aina lühemal ning selgemal kujul, võib märgata ka

¹⁹⁰ Plokiahela seaduse konsultatsiooniraport (viide 185). Lk 111.

¹⁹¹ Plokiahela seaduse konsultatsiooniraport (viide 185). Lk 111.

laiemalt. Heaks näiteks on siinjuures kindlustuse turustamisel esitatav standardiseeritud kindlustustoote põhiteabe dokument (*Insurance Product Information Document*, IPID), mille koostamisele on kehtestatud selge mahuline piir, struktuur ning ranged nõuded avalikustatav teabe sisule.¹⁹² Täiendavalt on IPID'is kasutusel eri sümbolid kliendi tähelepanu juhtimiseks. Näiteks on ühe nõudena ette nähtud, et igal IPID'is tootud välistusel, mida konkreetne kindlustustoote kaitse ei kata, peab olema ees punane rist/x-kujutis.¹⁹³

Olgugi, et plokiahela seaduse artikkel 32 (teabe koostanud isikute tsiviilvastutus) ei kujuta endast avalikustamiskohustust, väärrib ta magistritöö autori hinnangul kindlasti tähelepanu eelkõige just selle tõttu, millist toetavat funktsiooni ta avalikustamiskohustuse eesmärkide täitmisele investorkaitse tagamisel omab. Toetav funktsioon võiks seisneda eelkõige selles, et tagab ühelt poolt põhiteabe dokumenti koostavate isikute kõrgendatud hoolsuse informatsiooni avalikustamisel, ning teiselt poolt annab investorite selge aluse nõuda kahjude hüvitamist otse vastavate isikute käes, kes on väära või mittetäieliku informatsioon avalikustamisega kahju põhjustamises süüdi.

Magistritöö autori meelest on plokiahela seadusest tuleneva avalikustamiskohustuse puhul märkimisväärne ka asjaolu, et eelnõu ei sätesta mitte midagi selle kohta, kus või millise meediumi kaudu tuleks vastav põhiteave avalikuks teha. Kommentaarides on selle kohta sedastatud, et see on emitendi enda otsustada, ning põhiteabe võib avalikustada ka näiteks ajalehes.¹⁹⁴ Samas on magistritöö autori hinnangul nii laia otsustusvõimaluse jätmine emitentidele küsitav, arvestades plokiahela seaduse artikli 14 alapunktist a) tulenevat kohustust tagada põhiteabele ligipääsetavus vähemalt 10 aasta jooksul pärast esmast *token*'ite avalikku pakkumist.

Plokiahela seaduse kohta käivas konsultatsiooniraportis toodud kommentaaride kohaselt on seadusandja lähtunud *token*'ite avalikul pakkumisel kohalduvate avalikustamiskohustuste koostamisel suures osas Lichtensteini väärtpaberite prospekti seadusest¹⁹⁵, mis põhineb

¹⁹² Vt täpsemalt kindlustustoote teabedokumendi osas European Insurance and Occupational Pensions Authority. Editable Template for the Insurance Product Information Document (IPID). Arvutivõrgus: [https://eiopa.europa.eu/Pages/Supervision/Insurance/Editable-Template-for-the-Insurance-Product-Information-Documents-\(IPID\).aspx](https://eiopa.europa.eu/Pages/Supervision/Insurance/Editable-Template-for-the-Insurance-Product-Information-Documents-(IPID).aspx) (30.04.2019).

¹⁹³ Vt täpsemalt kindlustustoote teabedokumendi standardiseeritud vormi osas Kindlustustoote teabedokument. Arvutivõrgus: https://eiopa.europa.eu/Publications/Technical%20Standards/ET_EIOPA_IPID_template_Dec_2017.pdf (30.04.2019).

¹⁹⁴ Plokiahela seaduse konsultatsiooniraport (viide 185). Lk 111.

¹⁹⁵ Plokiahela seaduse konsultatsiooniraport (viide 185). Lk-d 110-115.

Euroopa Liidu uue prospektimääruse eelkäijal, prospektidirektiivil¹⁹⁶. Järelikult on Lichtensteini seadusandja võtnud aluseks traditsioonilise väärtpaberituru õiguse ja seda kohandanud vastavalt ICO'de ja *utility token*'ite eripäradele. Üheltpoolt võiks see tõestada magistritöös jõutud järelduste paikapidavust selles osas, et väärtpaberiturgude regulatsiooni ei saa pidada *utility token*'ite avalikul pakkumisel investorkaitse tagamiseks sobivaks täies ulatuses. Teiselt poolt tõestab Lichtensteini lähenemine, et väärtpaberiturgude regulatsiooni aluseks võttes, ning seda vastavalt *utility token*'ite ja laiemalt ICO'de eripärasid arvestades kohandades, on võimalik saavutada vähemalt magistritöö autori hinnangul vägagi sobiv regulatsioon investorkaitse tagamiseks *utility token*'ite avaliku pakkumise teel kapitali kaasamisel, ning seda avalik-õigusliku avalikustamiskohustuse kehtestamise näol.

Lõpumärkusena märgib käesoleva magistritöö autor, et peab Lichtensteini eriregulatsiooni suurimaks õnnestumiseks aga eelkõige seda, et seadusandja on suutnud plokiahela seadusega reguleerida nii selliste *token*'ite avalikku pakkumist, mis ei kvalifitseeru väärtpaberiteks kui ka selliste *token*'ite avalikku pakkumist, mis kvalifitseeruvad väärtpaberiteks. Selles osas on kindlasti Lichtenstein seadusandja oma kõige olulisemana nimetatud eesmärgi suutnud täita – loonud eriregulatsiooniga õigusselgust. Nimelt, vastus peitub plokiahela seaduse artiklis 31 sätestatud viimases erandis, millal plokiahela seadusest tulenevat põhiteabe avalikustamise kohustust täitma ei pea – juhul, kui eksisteerib olemasolev kohustus avalikustada võrdväärset informatsiooni *token*'i avaliku pakkumise kohta mõne teise seaduse alusel. Lichtensteini seadusandja on kommentaarides välja toonud, et tegemist on kollisiooninormiga eelkõige sellise olukorra lahendamiseks, kui emiteeritavale *token*'ile kohaldub Lichtensteini väärtpaberite prospekti seadus. Seega on Lichtenstein oma eriregulatsiooniga tõmmanud konkreetse piiri kohalduva regulatsiooni osas *token*'ite vahele, mis kvalifitseeruvad väärtpaberiteks, ja mis ei kvalifitseeru – esimesel juhul kohaldub väärtpaberite prospekti seadus ning teisel juhul plokiahela seadus. Magistritöö autorile teadaolevalt ei ole üheski teises riigis seaduse tasandil sätestatud, et väärtpaberina kvalifitseeruvatele *token*'itele kohaldub olemasolev väärtpaberituru regulatsioon. Seni on lähtutud finantsjärelevalve eest vastutava asutuse vähem või enam konkreetsetest tõlgendustest ja seisukohtadest. Magistritöö autori hinnangul on selline õigusselgus turuosaliste jaoks kindlasti tervitatav ja võib Lichtensteinile anda selge konkurentsieelise teiste jurisdiktsioonide ees. Kindlasti on Lichtensteini regulatsioon heaks eeskujuks ka teistele jurisdiktsioonidele *utility token*'ite avalike pakkumiste

¹⁹⁶ Vt viide 82.

reguleerimisel, sh loodetavasti ka Euroopa Liidu seadusandjatele harmoniseeritud regulatsiooni väljatöötamisel.

KOKKUVÕTE

Käesoleva magistritöös peamiseks eesmärgiks oli välja selgitada, kas *utility token*'ite avalike pakkumiste reguleerimise puhul võiks olla põhjendatud lähtuda samadest eesmärkidest, mis on seatud väärtpaberiturgude regulatsioonile, ning kas väärtpaberiturgude regulatsiooni pakutavad investorkaitse tagamise vahendid, eeskätt avalikustamiskohustuse näol, võiksid olla asjakohased ka *utility token*'ite avalike pakkumiste reguleerimisel. Eesmärgist lähtuvalt püstitas magistritöö autor kolm uurimisküsimust, millele täpsemalt magistritöös vastust otsis: 1) kas ja milles seisneb investorite kaitse tagamise vajadus kapitali kaasamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel; 2) millises ulatuses on väärtpaberiturgude regulatsiooni eesmärgid ja nende eesmärkide saavutamisele orienteeritud vahendid kohased kapitali kaasamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel; ning 3) kas avalikustamiskohustus võiks olla sobiv investorkaitse tagamise vahend kapitali kaasamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel ning kui jah, siis milline võiks olla avalikustamiskohustuse põhjendatud ulatus ja sisu.

Magistritöös teostatud analüüsi tulemusena võib uurimisküsimuste vastustena tuua välja järgmised põhijäreldused.

Esiteks, *utility token*'ite avaliku pakkumise teel kapitali kaasates on investorite kaitse vajadus põhjendatud, eelkõige investoreid ohustavate riskide tõttu, mis tulenevad peamiselt informatsiooni asümmeetriast tingitud teabe puudulikkusest ja regulatsiooni puudumisest tingitud teabe ebaühtlasest kvaliteedist. Magistritöö autori hinnangul on kahtlemata võimalik *utility token*'eid soetanud isikuid ohustavaid riske regulatsiooniga vähendada.

Teiseks, kahtlemata on väärtpaberiturgude regulatsiooni üheks peamiseks eesmärgiks investorkaitse tagamine, mille poole peaks püüdma eeltoodud põhjustel ka *utility token*'ite avalikele pakkumistele kohalduv regulatsioon. Minnes põhjalikumaks, on võimalik tuvastada väärtpaberiturgude regulatsiooni kaks kitsamat eesmärki investorkaitse tagamisel: 1) informatsiooni asümmeetria vähendamine; ning 2) turu tõhususe tagamine. Informatsiooni asümmeetriat on peetud oluliseks vähendada eelkõige sel põhjusel, et investorid saaksid teha teadliku investeerimisotsuse. Nimelt on vaikumisi (ilma avalik-õigusliku sekkumiseta) tegemist turutõrkega, mis takistab ressursside efektiivset jaotumist. Investoritele ei ole suures ulatuses kolmandatest allikatest kättesaadav see teave, mida nad teadliku investeerimisotsuse tegemiseks vajavad. See teave on aga olemas emitendil. Nagu *utility token*'ite puhul, seondub ka traditsioonilistesse väärtpaberitesse investeerimine erinevate riskidega, millest peaksid

investorid teadliku investeerimisotsuse tegemiseks teadlikud olema. Samas ei pruugi emitent alati kõikide riskide väljatoomisest huvitatud olla, sest see võib omakorda mõjutada emitendi jaoks kaasatava kapitali hinda. Sel põhjusel on peetud põhjendatuks sekkuda avalik-õigusliku regulatsiooniga, ning investorite kaitseks emitentidele avalikustamiskohustus kehtestada. Seegi kitsam eesmärk on kohane *utility token*'ite avalike pakkumiste kontekstis, ning võiks õigustada nende reguleerimist kas väärtpaberituruõigusega või alternatiivselt, väärtpaberituru regulatsioonist lähtuvalt.

Turu tõhususe, teisisõnu efektiivsuse, tagamine läbi avalikustamiskohustuse on traditsiooniliste väärtpaberite puhul oluline just seetõttu, et väärtpaberitel puudub omaväärtus. Väärtpaberi väärtus sõltub selle omanikule tekkivast tulust tulevikus, mis omakorda sõltub emitendi rahavoogudest tulevikus. See tähendab, nii avalikustamiskohustus kitsamalt, kui ka väärtpaberituru regulatsioon laiemalt on keskse tähtsusega väärtpaberi õiglase hinna kujunemisel, mis peaks omakorda tagama väärtpaberi kaubeldavuse. Siinkohal tõusetub küsimus sellest, kas ka *utility token*'ite avalikule pakkumisele kohalduva regulatsiooni eesmärk peaks olema (järel-)turu tõhususe tagamine.

Teises peatükis toodud käsitluse tulemusel võiks üldistatud järeldusena tuua, et olenemata sellest, kumma jurisdiktsiooni väärtpaberi määratlusest lähtuda – kas Euroopa Liidu prospektimääruse väärtpaberi definitsioonist või Ameerika Ühendriikide Howey testi kriteeriumitest – on võimalik jõuda samale järeldusele, mille kohaselt *utility token*'ite mahutamine olemasoleva väärtpaberituru õiguse alla ei ole sobiv lähenemine ja kooskõlas väärtpaberituru regulatsiooni üldiste eesmärkidega, ning investorite kaitset ja kapitali kaasamise edenedamist on võimalik saavutada ka muude vahenditega, sh avalikustamiskohustuse kehtestamise kaudu, kuid tehes seda lähtuvalt teistsugustest kaalutlustest (nt tarbijakaitse eesmärgid).

Euroopa Liidu regulatsiooni kontekstis seonduvad ülaltoodu põhjendused eelkõige sellega, et *utility token*'id on kaubeldavad teisel alusel kui väärtpaberid ning seega ei ole *utility token*'ite reguleerimisel sobiv väärtpaberiturgude regulatsiooni eesmärk turgude tõhususe tagamisel. Näib, et *utility token*'ite esmaturgu iseloomustab järelturust eraldumine, ning *utility token*'ite hind järelturul ei kajasta tegelikkuses seda, kuidas edeneb vastava süsteemi arendus, millesse *utility token*'id on mõeldud funktsioneerima, ning milline on emitendi edasine käekäik pärast *utility token*'ite emiteerimist.

Ameerika Ühendriikides väärtpaberite kvalifitseerimiseks kasutatava Howey testi valguses esineb probleeme eelkõige testi kolmanda ja neljanda kriteeriumi täidetavusega. Howey test näeb ette, et investeerimislepinguna on tegemist järgneva nelja kriteeriumi täidetavuse korral: 1) raha investering 2) ühisesse ettevõtmisse 3) ootuspärasel lootusel teenida kasumit 4) pelgalt teiste isikute panuse tulemusel. Magistritöö peatükis 2.2.2 toodud käsitlemise tulemusel võib jõuda järeldusele, et mõistliku investori ootus ei peaks olema *utility token*'it soetades teenida sellega kasumit, vaid investor, kes vähegi mõistab *token*'i aluseks olevat tehnoloogiat ja toimimise mudelit enne sellesse investeerimist, on motiveeritud *token*'i kasutusväärtusest kas majanduslikul või isiklikul eesmärgil. Siinkohal mängib investori ootuste osas kindlasti rolli ka see, milline teave nähtub *utility token*'ite kohta pakkumise materjalidest ning kuidas see sõnastatud on. Kui *utility token*'iks nimetataval *token*il on tõepoolest reaalne kasutusotstarve (inglise keeles *true utility*), siis see kasutusotstarve tuleks korraldaja poolt selgelt pakkumise materjalides esile tuua. Vastasel juhul, kui viidata näiteks finantskasu teenimise võimalikkusele, on suure tõenäosusega Howey testi kolmas kriteerium täidetud. Mis puudutab Howey testi neljandat kriteeriumi, siis tänapäevase uuendatud lähenemise kohaselt hinnatakse seda, kas ühise ettevõtmise edukus sõltub tingimata peamiselt korraldaja või kolmanda isiku juhtimis- või oskusalastest või muudest pingutustest. Selles kontekstis võib ühiseks ettevõtmiseks pidada plokiahelale rajatud süsteemi või platvormil, millel *utility token*'id on mõeldud funktsioneerima. Siin kohal on määravaks emitendi panus. Magistritöö peatükis 2.2.2 toodud käsitlemise tulemusel saab järeldada, et asjaolu, et korraldaja on platvormi välja arendanud ning sellega täiendavat väärtust loonud ei tohiks *utility token*'ist teha väärtpaberit, kui enamik (või vähemalt vajalik osa) süsteemi väärtusest tuleb sellest, et *token*'i omandajad seda süsteemi aktiivselt kasutavad. Veelgi enam, asjaolu, et *utility token*'i väärtus järelturul kasvada võib, ei tohiks omistada pelgalt ICO korraldajate arendustööle, vaid ka *utility token*'i omajate vastastikku kasulikule käitumisele ja sellega kaasnevale võrgustike mõjule. Järelikult ei saa ka neljandat kriteeriumi pidada täidetuks.

Kolmandaks, avalikustamiskohustus võiks kahtlemata olla sobiv vahend investorkaitse tagamiseks kapitali kaasamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel. Sealjuures on magistritöö peatükis 3.1 toodud käsitlemise põhjal tegemist võimalikest alternatiivsetest käsitlemistest investorkaitse tagamisel kõige põhjendatuma lähenemisega investorkaitse tagamisel. Magistritöös toodud käsitlest järeldub, et avalikustamiskohustus oleks sobivaim kehtestada avalik-õigusliku kohustusena *utility token*'ite avalikule pakkumisele kohalduvas eriregulatsioonis. Veelgi enam, tulenevalt *utility token*'ite globaalsest ning piirülesest ulatusest, on põhjendatud kohalduva regulatsiooni, sh avalikustamiskohustuse, harmoniseerimine.

Avalikustamiskohustuse sisu osas võib pidada sobivaks keskendumist eelkõige järgnevatel *utility token*'ite avaliku pakkumise seotud aspektidel: 1) teave emiteeritavate *utility token*'ite ning nendega seonduvate õiguste kohta; 2) kasutatava tehnoloogia kirjeldus; 3) kasutatava plokiahela määratlus; 4) *token*'ite emiteerimise aluseks oleva tehingu eesmärgi ja olemuse kirjeldus; 5) *token*'ite soetamise ja üleandmise tingimused; 6) teave *token*'ite omandamisega kaasnevatest riskidest; ning 7) asjakohased hoiatused, nt selle kohta, et investeering ei ole tagatud tagatisfondi skeemiga.

Kokkuvõtvalt saab magistritöö pinnalt järeldada, et kapitali kaasamisel *utility token*'ite avaliku pakkumise teel on investorite kaitse vajadus põhjendatud; avalikustamiskohustus kui väärtpaberiturgude regulatsiooni kõige olulisem vahend investorkaitse tagamisel on *utility token*'ite avalikul pakkumisel kohane ainult ulatuses, mis puudutab informatsiooni asümmeetria vähendamist teadliku investeerimisotsuse kujundamise tagamiseks; arvestades ülejäänud osas väärtpaberiturgude regulatsiooni ebasobivust tulenevalt *utility token*'ite funktsionaalusest ning vähesest sisulisest sarnasusest väärtpaberitega, on üleüldse küsitav väärtpaberiturgude regulatsiooni kohasus *utility token*'ite reguleerimisel, arvestades mh asjaolu, et avalikustamiskohustust on võimalik kehtestada ka lähtuvalt muudest kaalutlustest, nt tarbijakaitse regulatsioon.

Magistritöö järeldused võiksid anda esmase suunda kätte näitava sisendi *utility token*'ite avalikule pakkumisele kohalduva eriregulatsiooni väljatöötamisel.

***RAISING CAPITAL BY WAY OF PUBLIC OFFERING OF UTILITY TOKENS:
GUARANTEEING INVESTOR PROTECTION (Abstract)***

The capital markets are potentially undergoing a revolution. Since the end of 1990s dot-com bubble, the capital market has not seen such a growth in alternative ways to raise capital, which is further facilitated by the all-time high interest of the public in financial products. It all started with crowdfunding, where all sorts of businesses discovered the power of the Internet in getting into direct contact with their investors or customers. Whereas the beginning of the crowdfunding era could be described as a boom, it all came to a sudden halt when innovation struck lack of regulation. In the US, the solution was the Regulation Crowdfunding. It seems that the EU has taken a direction towards a crowdfunding regulation as well. In March 2018, the European Commission proposed a regulation for crowdfunding.

The next mania relates to crypto assets and public offers thereof, whereby *tokens* built on distributed ledger are issued for raising capital, also known as ICOs. ICOs came to the public eye in the end of 2016 and quickly made their name. By the end of 2017, the total amount raised equaled a bit over \$10 billion. By the end of 2018, the number had increased to \$11,4 billion. It has appeared that there is neither shortage of investors nor issuers, but rather shortage of regulation.

The European Securities Market Authority (ESMA) has observed that while some crypto assets may fall within the scope of EU financial regulation already, others may not, and regulators should consider whether there is any need to bring them into scope, considering the risks that they pose to e.g. investor protection. *Tokens* that do not probably fit into the existing EU financial regulation framework are referred to as *utility tokens*, that confer a certain type of *utility* for their holder. *Utility tokens* are also in the scope of this paper.

In its economic sense the public offering of *utility tokens* is largely similar to the traditional raising of capital from the capital market, i.e. by issuing shares or bonds. It is a well-established fact that investment on capital market bears always some degree of risk. ESMA is concerned of the risks that crypto assets, including *utility tokens*, may pose to investor protection and market integrity. One of the most important purposes of the securities markets regulation has always been investor protection, for which a disclosure obligation has been introduced as an effective way to achieve investor protection. However, *utility tokens* are not under any specific regime that would grant such protection to investors. And that constitutes a problem, taking

into account the risks that the investors are open to, e.g. losing all of ones savings. Among others, the ESMA is of the opinion that the legislators of the European Union should consider how to address these risks in a proportionate manner.

Derived from the above, the aim of this paper is to find answer to the question of whether it would be appropriate to adopt the purposes and means of investor protection of traditional securities market regulation and use them as base for regulating the public offering of *utility tokens*. For the purposes of this, the author has stipulated three research questions, which will guide the research in this paper: 1) whether investor protection is justified in public offerings of *utility tokens*; 2) to what extent are the purposes and means of achieving those purposes of securities markets regulation relevant in the context of public offerings of *utility tokens*; 3) whether a disclosure obligation could be considered as an appropriate means of ensuring investor protection in public offerings of *utility tokens*, and if yes, then what would be the appropriate level and content of the disclosure obligation.

In light of the foregoing, the paper is structured into three sections, which are further divided into subsections. The first sections deals with answering the first research question by studying the process of raising capital by way of public offering of *utility tokens* and examines the risks that the investors are exposed to. The purpose of the second sections is to analyse the appropriateness of the purposes and means of achieving those purposes of securities markets regulation for public offerings of *utility tokens* in guaranteeing investor protection. This is done, among others, by analysing the substantive criteria for securities under EU and US law respectively, and thereafter analysing the *utility tokens* against this substantive criteria, in order to determine the level of appropriateness of securities market regulation for public offerings of *utility tokens*. The third and last section centres around the disclosure obligation in order to determine the appropriate level and content of the disclosure obligation in the context of public offerings of *utility tokens*. This is mainly pursued by analysing the existing alternative approaches in regulating public offerings of utilities, including the bespoke-regimes established by France and Lichtenstein.

The following represents the key findings of the paper in the same order as research questions above. First of all, there exists without a doubt a justified need for investor protection for public offerings of *utility token*, above due to the risks that the investors of *utility tokens* are exposed to, which include:

whether investors understand the risks that they may be exposed to prior to investment and whether they are making investments that are appropriate to their needs; as most business that raise capital through public offering of *utility tokens* are at the initial stages of development, often not having an active business but just an idea, the likelihood of fail is therefore high and the investors have a material risk of losing their capital. Furthermore, as these risks are of such nature which can be mediated by decreasing the information asymmetries between the investors and the issuer, it would be justifiable to approach this issue with regulation, e.g. by establishing a mandatory disclosure obligation.

Second of all, one of the most important purposes of traditional securities market regulation could be considered investor protection, which could be the purpose of *utility token* regulation as well. If one were to take a look deeper, it would be evident that the securities market regulation has two narrower purposes in ensuring investor protection as well: 1) decrease of information asymmetries; and 2) protection of market efficiency. The decreasing of information asymmetries is necessary to enable investors to make an informed investment decision. By default, this constitutes a market failure, where one party possesses information that is important for the other party to make an informed investment decision but which information is not accessible from a third party source. As with investment comes risk, the investor should be as well informed as possible of the risks that he/she will be exposed to in relation to the investment. On the other hand, the issuer may not be too eager in sharing the relevant information on risks. The more risk, the costlier the capital to be raised. Therefore, it is considered as justified to force regulation on issuers that requires them to disclose all relevant information, including risks. As above, also this purpose of regulation is regarded as appropriate in case of public offerings of *utility tokens*, and could justify regulating *utility tokens* from the basis of the securities market regulation, or, alternatively by the securities market regulation.

Another purpose of the securities market regulation in investor protection: protection of market efficiency. This is important in relation to securities above all due to the fact that securities have no intrinsic value, and their value and formation of respective price on the market is dependant on the future discounted profits of the investor, which are in turn dependent on the future projected cash flows of the issuer. This means that both the disclosure obligation as well as the securities market regulation as a whole serve to ensure fair price formation, in turn guaranteeing transferability of securities. A question arises in this context – whether protection of market integrity is an appropriate purpose also in relation to *utility tokens*.

The findings of the second section of the paper indicate, the under both, the EU analysis and the US analysis, it may be concluded that trying to fit *utility tokens* under the existing legal framework is not appropriate, in line with the general aims of the securities market regulation, and investor protection can be achieved by other, possibly more appropriate, means as well (e.g. based on consumer protection framework).

In the context of EU regulation, the above referred findings relate above all to the fact that *utility tokens* are transferable as a whole other instrument compared to securities. Therefore, it is not appropriate to regulate *utility tokens* by securities market regulations. Furthermore, it appears that the public offering of *utility tokens* is characterised by decoupling of the primary market (i.e. the public offering of *utility tokens*) from the secondary market (i.e. the cryptocurrency exchange, where the *utility tokens* could be listed for trading). The decoupling is evident from the fact that very often, the price of the *utility token* listed on an exchange has very little connection to the activities of the issuer, the status of the project or system under development etc. This is highlighted even further by empirical analysis that demonstrates that there have been instances, where the *utility tokens* continue to be traded on an exchange and even appreciate in value well after the project has been shut down and the development has been terminated.

In the US, the problems lie within the third and fourth prong of the Howey test, which appear to be not fulfilled in order to consider the *utility token* as a security and/or fit for securities market regulation. The four prongs of the Howey test are as follows: 1) the investment of money; 2) in a common enterprise; 3) with the reasonable expectation of profits; 4) derived from the efforts of others. There is no doubt that the first two prongs of the Howey test could be fulfilled. However, in terms of the third prong of the Howey test, this paper demonstrates that reasonable *utility token* holders do not have the same expectations as passive investors. Therefore, a reasonable participant, one who at least marginally understands the technology and model before investing in it, will be motivated by the usefulness of the *tokens* for commercial or personal use, and not for passive investment opportunity or speculation. Hence, the third prong is not met. As regards the fourth prong, the argument this paper presents is that the value of *utility tokens* relies on the activities of users rather than those of the issuer. Although the issuer can be regarded as having increased the value of the system by having it developed, in the end, it will be the users who will guarantee the functioning of the system as a whole and therefore any value creation may be attributed to the users using the system. Therefore, the paper argues that the fourth prong of the Howey test is not met as well. Without all prongs of

the Howey test being made, one cannot conclude that an *utility token* constitutes substantially a securities and should therefore be regulated as a securities. It's the opposite.

Thirdly, this paper finds that although securities market regulation may not be the most appropriate way to go forward, a disclosure obligation sure is. The paper proposes that a bespoke harmonised (e.g. on the EU level) regime could govern the public offering of *utility tokens*, the centre of which could be a mandatory disclosure obligation. Although in essence the disclosure obligation should be as broad and flexible as possible as to accomodate all the countless variations of *utility tokens*, the rights they represent and risks they pose, the paper outlines the following aspects that could be covered by a disclosure obligation: 1) information about the *tokens* to be issued and the related rights; 2) a description of the technologies used; 3) designation of the blockchain used; 4) a description of the purpose and nature of the underlying legal transaction of the *utility token* issuance; 5) a description of the purchase and transfer conditons of the *utility tokens*; 6) information about the risks associated with the purchase of *tokens*; 7) possible relevant warnings, e.g. that investments are not covered by a guarantee fund etc.

30 April 2019

Kevin Gerretz

KASUTATUD ALLIKAD

Kasutatud kirjandus

1. D. Hoffmann. Regulating Initial Coin Offerings (ICOs). Penn Wharton Public Policy Initiative. 59. 2018. Arvutivõrgus: https://repository.upenn.edu/pennwhartonppi/59/?utm_source=repository.upenn.edu%2Fpennwhartonppi%2F59&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages (27.04.2019).
2. E. Hofmann, U. M. Strewe, N. Bosia. Supply Chain Finance and Blockchain Technology: the case of reverse securitisation. 2018. New York: Springer.
3. H. Deng, R. H. Huang, Q. Wu, The Regulation of Initial Coin Offerings in China: Problems, Prognoses and Prospects (2018) European Business Organization Law Review.
4. I. Chiu. Decoupling *tokens* from trading: reaching beyond investment regulation for regulatory policy in initial coin offerings. 265 International Business Law Journal. 2018. Lk 6.
5. J. Enyi, N. Le. Regulating Initial Coin Offerings (“Crypto-Crowdfunding”). 8 J. INT’L BANKING & FIN. L. 495. 01.09.2017. Ühendkuningriik.
6. K. Kolk. Investorkaitse ulatuse määratlemine kapitali kaasamisel investeerimispõhise ühisraha tehingutes. Magistritöö. Tallinn. 2017.
7. K. Saluste. *Token*’ite kvalifitseerimine Eesti õiguse alusel ning kehtiva õiguse sobivus ICO-de reguleerimisel. Magistritöö. Tartu. 2018.
8. M. Bianchetti jt, Are Cryptocurrencies Real Financial Bubbles? Evidence from Quantitative Analyses (2018). Arvutivõrgus: <http://ssrn.com/abstract=3092427> (29.04.2019).
9. M. Bianchetti jt, Are Cryptocurrencies Real Financial Bubbles? Evidence from Quantitative Analyses (2018). Arvutivõrgus: <http://ssrn.com/abstract=3092427> (23.04.2019).
10. M. Hint. Avalikustamiskohustuse vajalikus väärtpaberituru õiguses. Õiguse majandusteaduslik analüüs. Juridica I/2005.
11. M. Koolmeister. Uus prospektidirektiiv ja selle rakendamine Eesti õiguses. Juridica II/2006.
12. N. Crosser. Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain *Utility Tokens* Securities? Kansas Law Review. Vol. 67. *Sine anno*.
13. N. Moloney. EU Securities and Financial Markets Regulation. Oxford European Union Law Library. 2016.
14. P. Hacker, C. Thomale. Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law. 15 European Company and Financial Law

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820 (15.04.2019).

15. R. Levine. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. 35 Journal of Economic Literature. 1997.
16. S. Wang and J-P. Vergne, Buzz Factor or Innovation Potential: What Explains Cryptocurrencies' Returns? (2017) 12 PLoSOne 1.
17. T. Henderson, M. Raskin. A Regulatory Classification of Digital Assets: Towards an Operational *Howey* Test for Cryptocurrencies, ICOs, and Other Digital Assets. University of Chicago. Public Law Working Paper No. 683. 10.10.2018. Arvutivõrgus: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3265295 (30.04.2019).
18. Y. Chen. Blockchain *tokens* and the potential democratization of entrepreneurship and innovation. Business Horizons (2018) 61, 567-575.

Kasutatud õigusaktid

Euroopa Liidu õigusaktid

19. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta. – EÜT, L 345, 31/12/2003 lk 0064-0089.
20. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud). – ELT L 173, 12.06.2014, lk 349-496.
21. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1129, 14. juuni 2017, mis käsitleb väärtpaberite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti ning millega tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2003/71/EÜ. – ELT L 168, 30.6.2017, lk 18-82.

Kasutatud kohtupraktika

22. EKo C-97/98, *Peter Jägerskiöld v Torolf Gustafsson*.
23. SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). Arvutivõrgus: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/> (29.04.2019).

Muud allikad

24. B. Black. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. 48 UCLA LR. 2001. Lk 781. International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Mitigating Systemic Risk. A Role for Securities Regulators. 2011 IOSCO Systemic Risk Report. 2011. Arvutivõrgus: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD347.pdf> (19.04.2019).
25. BBC. China bans initial coin offerings calling them 'illegal fundraising'. 05.09.2017. Arvutivõrgus: <https://www.bbc.com/news/business-41157249> (30.04.2019).
26. Bitcoin.com. The Number of Cryptocurrency Exchanges Has Exploded. 11.04.2018. Arvutivõrgus: <https://news.bitcoin.com/the-number-of-cryptocurrency-exchanges-has-exploded/> (18.04.2019).
27. Blockchain Bundesverband. Finance Working Group. Statement on Token Regulation with a focus on token sales.
28. Blockchain Bundesverband. Statement on Token Regulation with a focus on token sales. Finance Working Group. Saksamaa. Arvutivõrgus: https://bundesblock.de/wp-content/uploads/2019/01/180209_Statement-Token-Regulation_blockchain-bundesverband.pdf (30.04.2019).
29. C. Le Moign. French ICOs – A New Method of Financing? AMF. Arvutivõrgus: https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F27604d2f-6f2b-4877-98d4-6b1cf0a1914b (30.04.2019).
30. CB Insights. How Banks Are Teaming Up To Bring Blockchain To Trade Finance (23.08.2018). Arvutivõrgus: <https://www.cbinsights.com/research/banks-regulators-trade-finance-blockchain/> (13.02.2019).
31. Coinbase, A Securities Law Framework for Blockchain Contracts (Part 2: best practices). Arvutivõrgus: <https://www.coinbase.com/legal/securities-law-framework.pdf> (30.04.2019)
32. Cointelegraph. What Is A White Paper And How To Write It. Arvutivõrgus: <https://cointelegraph.com/ico-101/what-is-a-white-paper-and-how-to-write-it> (27.04.2019).
33. Commodities Futures Trading Commission. A CFTC Primer on Virtual Currencies. LabCFTC. 17.10.2017. Arvutivõrgus: https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/documents/file/labcftc_primercurrency100417.pdf (13.02.2019).

34. D. Karatkevich. Latest ICO Laws and Regulations Worldwide in 2018. Openledger Insights. 14.01.2019. Arvutivõrgus: <https://openledger.info/insights/latest-ico-laws-and-regulations-worldwide-in-2018/> (30.04.2019).
35. D. Newman. 3 Ways Blockchain Can Help Combat Fraud. Forbes. 17.04.2018. Arvutivõrgus: <https://www.forbes.com/sites/danielnewman/2018/04/17/3-ways-blockchain-can-help-combat-fraud/#5aa3c22992a4> (13.02.2019).
36. D. Pozzi. ICO Market 2018 vs 2017: Trends, Capitalization, Localization, Industries, Success Rate. Cointelegraph. 05.01.2019. Arvutivõrgus: <https://cointelegraph.com/news/ico-market-2018-vs-2017-trends-capitalization-localization-industries-success-rate> (30.04.2019).
37. Deloitte Blockchain Institute. ICOs – The New IPOs? How to fund innovation in the crypto age. Lk 4. Arvutivõrgus: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/Innovation/ICOs-the-new-IPOs.pdf> (27.04.2019).
38. Ethereum Project. Arvutivõrgus: <https://www.ethereum.org/> (13.02.2019).
39. European Commission. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business. COM(2018) 113 final. Brüssel. 08.03.2018.
40. European Commission. Q&A on MiFID. Arvutivõrgus: https://ec.europa.eu/info/file/80605/download_en?token=eUK6oZzj (17.04.2019).
41. European Commission. Regulatory process in financial services. The Lamfalussy architecture. Arvutivõrgus: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services_et (30.04.2019).
42. European Insurance and Occupational Pensions Authority. Editable Template for the Insurance Product Information Document (IPID). Arvutivõrgus: [https://eiopa.europa.eu/Pages/Supervision/Insurance/Editable-Template-for-the-Insurance-Product-Information-Documnet-\(IPID\).aspx](https://eiopa.europa.eu/Pages/Supervision/Insurance/Editable-Template-for-the-Insurance-Product-Information-Documnet-(IPID).aspx) (30.04.2019).
43. European Securities and Markets Authority. Advice. Initial Coin Offering and Crypto-Assets. 09.01.2019. Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf (27.04.2019).
44. European Securities and Markets Authority. ESMA highlights ICO risks for investors and firms. 13.11.2017. Arvutivõrgus: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms> (30.04.2019).

45. F. Idelberger jt. Evaluation of Logic-Based Smart Contracts for Blockchain Systems. 2016.
Kättesaadav: <https://allquantor.at/blockchainbib/pdf/idelberger2016evaluation.pdf>
(13.02.2019).
46. F. Reese. ICO Regulations by Country. Bitcoin Market Journal. 27.07.2018. Arvutivõrgus:
<https://www.bitcoinmarketjournal.com/ico-regulations/> (30.04.2019).
47. Financial Times. Six global banks join forces to create digital currency (31.08.2017).
Arvutivõrgus: <https://www.ft.com/content/20c10d58-8d9c-11e7-a352-e46f43c5825d>
(13.02.2019).
48. Finantsinspektsioon. ICO õiguslik staatus. Arvutivõrgus:
<https://www.fi.ee/et/finantsinspektsioon/finantsinnovatsioon/virtuaalraha-ico/ico-oiguslik-staatus>
49. Finantsinspektsioon. Virtuaalraha (ICO) Arvutivõrgus:
<https://www.fi.ee/et/finantsinspektsioon/finantsinnovatsioon/virtuaalraha-ico>
(18.03.2019).
50. G. Dobrauz. Liechtenstein publishes draft of the new Blockchain Act. PwC. 30.08.2018.
Arvutivõrgus: <https://www.pwc.ch/en/insights/regulation/liechtenstein-publishes-draft-of-the-new-blockchain-act.html> (30.04.2019).
51. Investopedia. Market Efficiency. Arvutivõrgus:
<https://www.investopedia.com/terms/m/marketefficiency.asp> (27.04.2019).
52. J. Chester. How Blockchain Startups Will Solve The Identity Crisis For The Internet Of Things. Forbes. 28.04.2017. Arvutivõrgus:
<https://www.forbes.com/sites/jonathanchester/2017/04/28/how-blockchain-startups-will-solve-the-identity-crisis-for-the-internet-of-things/#4070f5aa5c63> (13.02.2019).
53. J. Clayton. Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings. U.S. Securities and Exchange Commission. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11> (30.04.2019).
54. Kindlustustoote teabedokument. Arvutivõrgus:
https://eiopa.europa.eu/Publications/Technical%20Standards/ET_EIOPA_IPID_template_Dec_2017.pdf (30.04.2019).
55. KPMG Cost of Capital Study 2017. Diverging markets – converging business models. 2018.
Lk 44. Arvutivõrgus: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ch/pdf/cost-of-capital-study-2017-en.pdf> (29.04.2019).
56. L. Shin. Are ICOs For Utility Tokens Selling Securities? Prominent Crypto Player Says Yes. Forbers. 02.10.2017. Arvutivõrgus:

- <https://www.forbes.com/sites/laurashin/2017/10/02/are-icos-for-utility-tokens-selling-securities-prominent-crypto-players-say-yes/#4b98356234fa> (30.04.2019).
57. Lichtenstein. Liechtenstein preparing Blockchain Act. Pressiteade. 29.08.2018. Arvutivõrgus: <https://www.liechtenstein.li/en/news-detail/article/liechtenstein-preparing-blockchain-act/> (30.04.2019).
 58. M. Boudes, Q. Renoul. The impact of France's PACTE corporate reform law on the country's social and solidarity economy. 02.02.2019. Arvutivõrgus: <https://theconversation.com/the-impact-of-frances-pacte-corporate-reform-law-on-the-countrys-social-and-solidarity-economy-109787> (30.04.2019).
 59. M. Kaplan. Bitcoin crash: This man lost his savings when cryptocurrencies plunged. CNN Business. 11.09.2018. Arvutivõrgus: <https://money.cnn.com/2018/09/11/investing/bitcoin-crash-victim/index.html> (29.04.2019).
 60. M. Vaterio. Smart contracts and transaction costs. Oxford Business Law Blog. 10.10.2018. Arvutivõrgus: <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/10/smart-contracts-and-transaction-costs> (13.02.2019).
 61. Nasdaq. Building on the blockchain – Market Insite (23.03.2016). Arvutivõrgus: <https://business.nasdaq.com/marketinsite/2016/Building-on-the-Blockchain.html> (13.02.2019).
 62. Protocol Labs. Filecoin: A Decentralized Storage Network. 19.07.2017. Arvutivõrgus: <https://filecoin.io/filecoin.pdf> (30.04.2019).
 63. PwC. Initial Coin Offerings – A strategic perspective. Strategy&. 28.06.2018. Arvutivõrgus: https://cryptovalley.swiss/wp-content/uploads/20180628_PwC-S-CVA-ICO-Report_EN.pdf (28.04.2019).
 64. R. Marvin. Blockchain: The Invisible Technology That's Changing the World. PCMag. 29.08.2018. Arvutivõrgus: <https://www.pcmag.com/article/351486/blockchain-the-invisible-technology-thats-changing-the-wor> (13.02.2019).
 65. S. Adhami, G. Giudici, S. Martinazzi. Why do businesses go crypto? An empricial analysis of initial coin offerings (2018). Journal of Economics and Business 100.
 66. Satoshi Nakamoto. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System (2009). Arvutivõrgus: <https://bitcoing.org/bitcoin.pdf> (13.02.2019).
 67. Smith + Crown. ICOs and crowdsales: Over \$270 million raised and counting. 01.12.2016. Arvutivõrgus: <https://www.smithandcrown.com/icos-crowdsale-history/> (30.04.2019).
 68. Statista. Number of Blockchain wallet users worldwide from 1st quarter 2016 to 1st quarter 2019. Arvutivõrgus: <https://www.statista.com/statistics/647374/worldwide-blockchain-wallet-users/> (27.04.2019).

69. T. Verbiest, D. Richebourg. The New French Legal Regulations For All Crypto-Active Players. Legalico. 21.03.2019. Arvutivõrgus: <https://www.legalico.io/the-new-french-legal-regulations-for-all-crypto-active-players/> (28.04.2019).
70. U.S. Securities and Exchange Commission. Regulation Crowdfunding. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding> (30.04.2019).
71. Unofficial Translation of the Government Consultation Report and the Draft-Law on Transaction Systems Based on Trustworthy Technologies (Blockchain Act). Arvutivõrgus: <https://www.naegele.law/downloads/2018-10-05-Unofficial-Translation-of-the-Draft-Blockchain-Act.pdf> (30.04.2019).
72. W. Suberg. South Korea Will Keep ICO Ban, Says Financial Services Commission. Cointelegraph. 31.01.2019. Arvutivõrgus: <https://cointelegraph.com/news/south-korea-will-keep-ico-ban-says-financial-services-commission> (30.04.2019).

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Kevin Gerretz (sünnikuupäev: 6. jaanuar 1995),

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Investorkaitse tagamine kapitali kaasamisel *utility token*’ite avalikul pakkumisel“, mille juhendaja on LL.M. Gerd Laub,
 - 1.1. reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2. üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace’i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
 - 2.1. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tallinnas, 30. aprill 2019